

Working Paper No. 2005-04

**BETEILIGUNGSKAPITAL UND SELEKTIVE
INFORMATIONSSUCHE IN MITTELSTÄNDISCHEN
UNTERNEHMEN**

Version: November 2005

**ANN-KRISTIN ACHLEITNER
ANGELA POECH
THORSTEN GROTH**

WORKING PAPER SERIES



**Center for Entrepreneurial and
Financial Studies**



**Beteiligungskapital und selektive Informationssuche in
mittelständischen Unternehmen**

**Ergebnisse einer Befragung des Center for Entrepreneurial and
Financial Studies (CEFS) in Kooperation mit der IHK für
München und Oberbayern**

Ann-Kristin Achleitner^{1,2}
Technische Universität München

Angela Poech^{1,2*}
Technische Universität München

Thorsten Groth^{1,2}
Technische Universität München

November 2005

¹ Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS), TUM Business School,
Technische Universität München, 80290 Munich, Germany

² KfW-Chair in Entrepreneurial Finance, TUM Business School, Technische Universität
München, 80290 Munich, Germany

* Corresponding author:
Dr. Angela Poech
Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS)
TUM Business School | Technische Universität München
Arcisstr. 21 | 80333 München
Tel: +49.(0)89-289-25182 | Fax: +49.(0)89-289-25188
E-Mail: Angela.Poech@wi.tum.de

Beteiligungskapital und selektive Informationssuche in mittelständischen Unternehmen

Ergebnisse einer Befragung des Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) in Kooperation mit der IHK für München und Oberbayern

Abstract

A survey conducted by the Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) at Technische Universität München in cooperation with the chamber of commerce (IHK) for Munich and Oberbayern showed that mid-sized businesses show great interest in private equity. However, nearly 60% of the 266 companies held the opinion that private equity funding can only be considered and employed under specific circumstances. Above all, what deters the majority of companies from private equity financing are high return expectations on the investor's side and the fear of losing decision power over one's own business. Comparisons between private-equity-backed and non-private-equity-backed companies provide some evidence on selection biases in information processing concerning private equity financing. In order to avoid such selection biases private equity firms should provide small and medium companies with more detailed and comprehensive information about private equity and stress the positive impact of private equity on the overall development of the business.

JEL classification: -

Keywords: Entrepreneurship, Private Equity, Family Business, Selective Exposure, Information Bias

I. Einführung

Befragungen zur Mittelstandsfinanzierung zeigen, dass Finanzierungsstrategien für gewöhnlich einer sog. ‚Hackordnung‘ (Myers 1977; Myers/Majluf 1984) folgen: Mittelständische Unternehmen wählen daher in erster Linie interne Finanzierungsquellen, gefolgt von Formen der traditionellen Fremdfinanzierung (Ahrweiler/Börner 2003). Externes Eigenkapital kommt erst in Betracht, wenn alle anderen Möglichkeiten der Finanzierung ausgeschöpft sind. Nun sind aber aufgrund der restriktiven Kreditpolitik der Banken die Kreditfinanzierungsmöglichkeiten in Zukunft eingeschränkt (DIHK 2004), und so wird eine stärkere Nachfrage nach innovativen Finanzierungsinstrumenten wie der Beteiligungsfinanzierung erwartet. Dies wird durch eine Reihe von Studien bestätigt (z. B. KfW Mittelstandsbank 2003a, 2003b, 2003c sowie KfW Mittelstandsbank 2004; Reimers 2004).

Wie die Presseberichterstattung zum Thema Beteiligungskapital¹ zeigt, fürchten viele Unternehmen, mit der Abgabe von Gesellschaftsanteilen auch Kontroll- und Steuerungsmöglichkeiten zu verlieren. Mitspracherechte, hohe Renditeerwartungen und die vom Kapitalgeber geforderte regelmäßige Berichterstattung stellen daher für den Unternehmer Reizworte dar, die in vielen Fällen zu Skepsis, vereinzelt aber auch zu offener Ablehnung dieser Finanzierungsform führen (Achleitner/Fingerle 2004, S. 29). Diese negative Haltung ist jedoch auch darauf zurückzuführen, dass das Geschäftsmodell der Beteiligung häufig nicht verstanden wird. Erschwerend kommt hinzu, dass eine negative Grundhaltung zu selektiver Informationssuche führt – Informationen, die das eigene (negative) Meinungsbild bestärken, werden vermehrt gesucht; Informationen hingegen, die diese Meinung relativieren, werden verstärkt ausgeblendet.

Der Zusammenhang zwischen Selektionsmechanismen in der Informationsverarbeitung als möglichem Erklärungsgrund für die zögerliche bis ablehnende Haltung mittelständischer Unternehmen gegenüber Beteiligungskapital ist bislang noch nicht wissenschaftlich untersucht worden. Ziel der vorliegenden Arbeit war es daher, durch die Befragung einer breiten, heterogenen Gruppe an mittelständischen Unternehmen zu erheben, welche Einstellungen zu Private Equity bestehen, welche Informationskanäle genutzt werden, und wer als Vermittler tätig wird. Die Ergebnisse können aufzeigen, welche Barrieren es zu überwinden gilt, um dieser Finanzierungsform im Mittelstand zu höherer Attraktivität zu verhelfen. Aus Sicht der Industrie- und Handelskammern (IHK) können die gewonnenen Erkenntnisse einen Beitrag leisten, um bei den betroffenen Unternehmen Aufklärungsarbeit zu leisten und langfristig Hemmnisse oder Vorurteile abzubauen.

¹ Der Begriff *Beteiligungskapital* wird im Vorliegenden synonym zum Begriff Private Equity verwendet. Im Allgemeinen versteht man unter *Private Equity* die Finanzierung eines nicht börsennotierten Unternehmens mit von außen zugeführtem Eigenkapital. *Private Equity i.w.S.* wird, der Begriffsabgrenzung der European Venture Capital and Private Equity Association (EVCA) folgend, im Vorliegenden als Oberbegriff für alle Formen dieser Art von Eigenkapitalfinanzierung verwendet (incl. Management Buyout und Mezzanine), *Venture Capital* bezeichnet den Sub-Bereich der Finanzierung junger Wachstumsunternehmen. Handelt es sich um Beteiligungen an bereits etablierten Unternehmen, so spricht man von *Private Equity im engeren Sinne*.

II. Theoretische Grundlagen

Das menschliche Gehirn hat eine beschränkte Kapazität in Hinblick auf die Verarbeitung von Informationen. Aus diesem Grund bedient es sich gewisser Selektionsmechanismen, die dazu dienen, die Komplexität zu reduzieren und die notwendigen Informationen zu filtern. Dieser Prozess der Suche, Auswahl und Bewertung von Informationen ist jedoch ein subjektiver Vorgang. Er kann damit zu kognitiven Verzerrungen führen, die uns in den seltensten Fällen bewusst sind, die aber dennoch unser Handeln bestimmen. Werden nun leitungshandelnde Informationen (z.B. über verschiedene Finanzierungsinstrumente) selektiv ausgewählt, kann es in der Folge auch zu selektivem Entscheiden kommen (z.B. gehen in den Entscheidungsprozess gar nicht alle möglichen Alternativen ein). Dieser Vorgang wird in der Sozialpsychologie mit der Theorie der Kognitiven Dissonanz erklärt (Festinger 1957; zusammenfassend dargestellt in: Frey/Gaska 2001).

Kognitive Dissonanz entsteht immer dann, wenn das Individuum mit widersprüchlichen Kognitionen (i.e. Meinungen, Glaubenssätzen, Überzeugungen) konfrontiert ist. Um diese Dissonanz zu reduzieren, können die betreffenden Kognitionen ausgeblendet werden, z.B. durch Verdrängen oder Vergessen. Es können aber auch neue, konsonante Kognitionen in das Gedankensystem eingeführt werden. Dies führt zum Beispiel dazu, dass der Betroffene sein Urteil zu einem bestimmten Sachverhalt ändert. Maßgeblich für das Entstehen von Dissonanz ist die Tatsache, dass Informationen das Selbstwertgefühl einer Person stabilisieren, erhöhen oder herabsetzen können (Frey/Benning 1983). Demnach suchen Menschen selektiv nach positiven Informationen über die eigene Person und vermeiden die Auseinandersetzung mit selbstwertbedrohlichen Rückmeldungen. Infolgedessen werden Reaktionen auf Informationen, die für den Betroffenen schmeichelhaft sind, affektiv und kognitiv positiver ausfallen als auf selbstwertbedrohliche Informationen (Dauenheimer et al. 2002).

Warum ist nun dieser Ablauf in Bezug auf das Finanzierungsverhalten mittelständischer Unternehmen so bedeutsam? Im Bereich öffentlicher Kapitalmärkte lässt sich eine Reihe von psychologischen Effekten beobachten, die auf Verzerrungen in der Informationsverarbeitung basieren und zu nicht-optimalen oder nicht-rationalen Entscheidungen führen. So lässt sich beispielsweise die oft beobachtete Tatsache, dass Fehlentscheidungen nicht korrigiert werden, durch die Self-justification-Hypothese (Barberis/Thaler 2003, S. 14) erklären: Widersprüchliche Meinungen werden ignoriert, um an der eigenen Meinung festhalten zu können (eine Aktie, die deutlich in die Verlustzone geraten ist, wird entgegen Empfehlungen von Fachleuten nicht verkauft und stattdessen als zukunftsträchtiges Investment erachtet, um den Irrtum bei der Kaufentscheidung nicht zugeben zu müssen). Auch der sog. Confirmation bias (Barberis/Thaler, S. 14) dient einem ähnlichen Zweck: Informationen werden in Richtung der eigenen Meinung interpretiert.

Die genannten Effekte wurden im Bereich der Finanzierung bislang fast ausschließlich in Bezug auf das Verhalten von Anlegern an öffentlichen Kapitalmärkten untersucht. Die entsprechende Anwendung auf private Kapitalmärkte ist hingegen ein relativ junges Forschungsfeld. Im Bereich der Beteiligungsfinanzierung gibt es zwar im

angloamerikanischen Raum eine Reihe von Forschungen, die psychologische Aspekte der Beziehung zwischen Eigenkapitalgeber und -nehmer betrachten.² Eine umfassende theoretische Fundierung sowie eine darauf aufbauende systematische empirische Überprüfung stehen jedoch bislang noch aus. Die vorliegende Studie will hier einen Beitrag leisten, indem sie die Informationsprozesse durchleuchtet, die typischerweise im Umfeld von Beteiligungen auftreten.

Angewandt auf den vorliegenden Fall der Informationssuche im Rahmen der Beteiligungsfinanzierung können psychologische Effekte dazu beitragen, dass eine gezielte und objektive Information potentieller Kapitalnehmer durch die Beteiligungsbranche bzw. durch die Multiplikatoren (Steuerberater, Verbände, etc.) nicht möglich ist. Vorurteile gegenüber den Beteiligungsgesellschaften („Raubritter“) führen unter Umständen dazu, dass Informationen über diese Finanzierungsform selektiv aufgenommen werden („zu hohe Kosten“, „kurzfristige Gewinnmaximierung“, etc.). Aus diesem Grund zielte die vorliegende Studie darauf ab, ein differenziertes Meinungsbild von mittelständischen Unternehmern einzuholen. Da aus der Kommunikationsforschung bekannt ist, dass Informationen aus einer glaubwürdigen Quelle eher vertraut wird (Rosch/Frey 1994, S. 298), war ein weiteres Anliegen der Erhebung, die Unternehmen zu den Informationskanälen zu befragen, die sie nutzen, um mehr über die Finanzierung mit externem Eigenkapital zu erfahren.

III. Methodik und Vorgehensweise

Der Bayerische Industrie- und Handelskammertag (BIHK) befragt in regelmäßigen Abständen die für die Industrie- und Handelskammern (IHK) ehrenamtlich tätigen Unternehmer zu aktuellen und wirtschaftlich relevanten Themen. Im Rahmen dieser Reihe wurde im Herbst 2004 die vorliegende Studie zusammen mit dem Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) der Technischen Universität München durchgeführt. Bayernweit wurden insgesamt 1.221 Unternehmer nach ihren Erfahrungen mit Beteiligungskapital und Beteiligungsgesellschaften befragt.

Bei der vorliegenden Erhebung handelt es sich um eine Online-Befragung.³ Die Durchführung der Erhebung erfolgte von Anfang bis Mitte November 2004. Die Ergebnisse wurden zu Jahresbeginn 2005 gemeinsam vom CEFS und der IHK für München und Oberbayern ausgewertet.⁴

² An theoriebildenden Beiträgen sind exemplarisch zu nennen: Arthurs/Busenitz (2003), Cable/Shane (1997), Sapienza/De Clercq (2000). Interessante empirische Ergebnisse liefern u.a.: Sapienza/Korsgaard (1996), Busenitz et al. (1997), Sweeting/Wong (1997), Howorth/Westhead/Wright (2004), Poech/Achleitner/Burger-Calderon (2005).

³ Die Unternehmen haben per E-Mail einen Link auf die Internetseite der Befragung sowie ein Kennwort mit zugehörigem Passwort erhalten. So wurde sichergestellt, dass sich nur der gewünschte Personenkreis an der Umfrage beteiligt.

⁴ Wir möchten uns an dieser Stelle für die wertvollen Anregungen bei Kollegen und Diskussionspartnern herzlich bedanken, insbesondere dem Vorsitzenden der IHK für München und Oberbayern, Herrn Dr. Dörfler sowie seinen Mitarbeitern Frau Claudia Gabler und Frau Elisabeth Baier.

1. Fragebogen

Der Fragebogen erhebt neben Kriterien zur Unternehmensgröße und zur Eigenkapitalstruktur u.a. die folgenden Zusammenhänge:

- Stellt Beteiligungskapital eine geeignete Finanzierungsalternative für den Mittelstand dar?
- Wie gut fühlen sich die befragten Unternehmer über Beteiligungskapital informiert?
- Welche Kanäle werden genutzt, um Informationen über die Thematik Beteiligungskapital einzuholen?
- Was sind die größten Hindernisse für Beteiligungskapital?
- Aus welchen Gründen wird eine Beteiligungsfinanzierung erwogen?
- Gab es bereits Kontakte zu einer Beteiligungsgesellschaft?
Wie ist der Kontakt zur Beteiligungsgesellschaft zustande gekommen?

2. Stichprobe

Befragt wurden die für die IHKs ehrenamtlich tätigen Unternehmer der Regierungsbezirke Oberbayern, Unterfranken, Niederbayern und der Oberpfalz. Insgesamt haben sich 266 der 1.221 Unternehmen binnen der zweiwöchigen Antwortfrist an der Umfrage beteiligt. Das entspricht einer Rücklaufquote von 22%. Von den 266 Teilnehmern der Studie haben 288 Unternehmen geantwortet, dass sie entweder gar keine Anteile abgegeben oder Anteile an andere Eigner übertragen haben, diese werden im Folgenden als ‚Unternehmen ohne Beteiligung‘ geführt. Zwölf Unternehmen haben angegeben, dass sie Anteile an eine Beteiligungsgesellschaft verkauft haben (‚Unternehmen mit Beteiligung‘).

a) Jahresumsatz

1. Unternehmen mit Beteiligung

Wie untenstehender Tabelle zum Jahresumsatz zu entnehmen ist, verteilt sich der Großteil der zwölf Unternehmen über die drei Kategorien kleiner Mittelstand (bis zu 10 Mio. Euro), mittelgroßer Mittelstand (10 bis 50 Mio. Euro) und großer Mittelstand (über 500 Mio. Euro).

<2 Mio.		<10 Mio.		<50 Mio.		<500 Mio.		>500 Mio.	
abs.	in %	abs.	in %	abs.	in %	abs.	in %	abs.	in %
1	8,3	3	25,0	4	33,3	3	25,0	1	8,3

Tabelle 1: Unternehmensgrößen nach Jahresumsatz bei Unternehmen mit Beteiligung

2. Unternehmen ohne Beteiligung

Die 228 Unternehmen⁵, die keine Anteile an Beteiligungsgesellschaften abgegeben haben und Angaben zur Umsatzgröße gemacht haben, zeichnen folgendes Bild: Jeweils ein Viertel der Unternehmen verteilt sich auf die drei Cluster Kleinst-, kleine und mittelgroße Unternehmen, das letzte Viertel auf die Größenklasse 50 Mio. Euro und mehr.⁶

<2 Mio.		<10 Mio.		<50 Mio.		<500 Mio.		>500 Mio.	
abs.	in %	abs.	in %	abs.	in %	abs.	in %	abs.	in %
58	25,4	61	26,8	53	23,2	35	15,4	21	9,2

Tabelle 2: Unternehmensgrößen nach Jahresumsatz bei Unternehmen ohne Beteiligung

b) Anteile in Familienhand

1. Unternehmen mit Beteiligung

Von den zwölf befragten Unternehmen, die Anteile an einen externen Kapitalgeber verkauft haben, geben zwei Drittel an, dass über 50% ihrer Anteile in Familienhand seien. Der Rest verteilt sich über die anderen in der Tabelle dargestellten Kategorien, die von 1% bis 50% reichen.

1-5		6-10		11-30		31-50		>50	
abs.	in %	abs.	in %	abs.	in %	abs.	in %	abs.	in %
1	8,3	0	0,0	1	8,3	2	16,7	8	66,7

Tabelle 3: Anteil am Unternehmen in Familienhand (Unternehmen mit Beteiligung)

⁵ Die Fragen zum Jahresumsatz und den Eigentümerverhältnissen wurden nicht von allen Teilnehmern beantwortet. Dies liegt vermutlich daran, dass die Befragten keine genauen Angaben machen konnten.

⁶ Die Umsatz- und Beschäftigtenklassen richten sich nach der Definition der EU.

2. Unternehmen ohne Beteiligung

Bei 95% der Unternehmen (N=262) wurden noch keine Anteile an eine Beteiligungsgesellschaft übertragen. Von diesen Unternehmen (N=210) gaben 85% an, dass 100% ihrer Anteile in Familienhand seien. Der Rest verteilt sich gleichmäßig über die anderen Kategorien (0% bis unter 100%).

1-5		6-10		11-30		31-50		>50		100	
abs.	in %	abs.	in %	abs.	in %	abs.	in %	abs.	in %	abs.	in %
10	4,8	1	0,5	4	1,9	7	3,3	9	4,3	179	85,2

Tabelle 4: Anteil am Unternehmen in Familienhand (Unternehmen ohne Beteiligung)

IV. Ergebnisse der Untersuchung

1. Beteiligungskapital als Finanzierungsalternative für den Mittelstand

Es zeigt sich, dass Beteiligungskapital differenziert gesehen wird: Von 258 Befragten geben knapp 60% an, dass sie Beteiligungskapital nur teilweise als geeignete Finanzierungsalternative ansehen. Nicht ganz ein Viertel sieht jedoch Potentiale und spricht daher von einer „überwiegend geeigneten“ Finanzierungsform, 8% bezeichnen Beteiligungskapital als „sehr geeignet“.⁷ Sortiert man die Antworten nach der Größe der befragten Unternehmen, so zeigt sich folgendes Bild: Große Unternehmen sehen im Vergleich zu kleinen und mittleren Unternehmen Beteiligungskapital eher als eine sinnvolle Finanzierungsalternative, und reine Familienunternehmen sehen Beteiligungskapital kritischer als solche, die bereits Anteile abgegeben haben. Diese Unterschiede sind jedoch nicht statistisch signifikant.

2. Informationsstand bezüglich Beteiligungskapital

Die Antworten auf die Frage, wie gut sich die Unternehmen über Beteiligungskapital informiert fühlen, zeigen deutlich, dass hier noch Verbesserungsbedarf besteht: Nur ein kleiner Teil der Befragten (N=262) kennt sich wirklich sehr gut (3%) oder eher gut (23%) aus; der weitaus größere Anteil gibt an, eher schlecht (28%) bzw. mittelmäßig (35%) informiert zu sein.

Ordnet man die Antworten der Befragten den jeweiligen Umsatzgruppen zu, zeigen sich deutliche Unterschiede im Grad der Informiertheit. Mit zunehmender Unternehmensgröße sind die Befragten mit der Finanzierungsform Beteiligungskapital besser vertraut. Es handelt

⁷ Die Mittelwerte beziehen sich auf eine Skala von 1 (nicht geeignet) bis 5 (sehr geeignet).

sich dabei um einen starken, statistisch signifikanten Effekt ($***p \leq ,001$; Effektstärke $\eta^2 = ,13$).⁸

	Jahresumsatz (in Mio. Euro)	N	Informations- stand (M)
Kleine Unternehmen	< 10	119	2,4
Mittlere Unternehmen	< 50	53	2,8
Große Unternehmen	> 50	56	3,3

Tabelle 5: Anzahl der Unternehmen in der Gesamtstichprobe nach Umsatzgrößenkategorien und Mittelwerte⁹ der Angaben zum Informationsstand bezüglich Beteiligungskapital

Vergleicht man darüber hinaus die Anteilsverhältnisse, so ergibt sich folgendes Bild: Unternehmen, in denen sich die Anteile zu 100 Prozent in der Hand der Familie befinden, fühlen sich deutlich schlechter informiert ($M=2,6$) als Unternehmen, die bereits Anteile abgegeben haben ($M=3,1$; $**p \leq ,01$; mittlere Effektstärke $\eta^2 = ,05$).

3. Informationswege

Einige wenige Unternehmen ($N=12$) in der Stichprobe sind bereits eine Kooperation mit einem Beteiligungspartner eingegangen. Auf die Frage, wie der Kontakt zum externen Kapitalgeber zustande kam, geben sie an, dass dies in der Regel über die Bank (46%) geschah. Die direkte Kontaktaufnahme sowie die Vermittlung durch einen Finanz- oder Steuerberater spielen eine im Vergleich dazu untergeordnete Rolle (jeweils 18%). Ebenfalls von gewisser Bedeutung ist für die befragten Unternehmen ($N=11$)¹⁰ die IHK mit 9%. Es gibt darüber hinaus noch weitere Quellen (18%), die nur teilweise näher konkretisiert wurden; u.a. die regionale Wirtschaftsförderung.

Von den Unternehmen, die bislang keine Unternehmensanteile verkauft haben, geben immerhin 13% an, in der Vergangenheit bereits engere Kontakte zu Beteiligungsgesellschaften geknüpft zu haben. Die Mehrzahl dieser Unternehmen ($N=247$; Mehrfachantworten möglich) informiert sich über das Thema Beteiligungsfinanzierung vor allem über die Banken (45%), die Steuerberater (46%) und die Fachpresse (40%). Auch die

⁸ Das Signifikanzniveau p kann drei Werte annehmen: $***p \leq ,001$, $**p \leq ,01$, $*p \leq ,05$. Als Maß für die Effektstärke kommt im Folgenden das *partielle Eta-Quadrat* (η^2) zur Anwendung. Es kann in jedem F- und T-Test eingesetzt werden. Zur Festlegung der Effektstärke empfiehlt Cohen (1988): $\eta^2 = ,01$ ist ein kleiner Effekt; $\eta^2 = ,06$ ein mittlerer Effekt; $\eta^2 = ,14$ ein großer Effekt. Die Prüfung der Effektstärke sollte parallel zum Signifikanztest durchgeführt werden.

⁹ Die Mittelwerte beziehen sich auf eine Skala von 1 (sehr schlecht informiert) bis 5 (sehr gut informiert).

¹⁰ Hier und im Folgenden reduziert sich das N dieser Gruppe von 12 auf 11, da nicht alle Fragen vollständig beantwortet wurden.

IHK spielt mit 25% eine wichtige Rolle.¹¹ Ein knappes Viertel der Unternehmen trifft die Aussage, eher den direkten Kontakt zu bevorzugen (23%). Lediglich für einen kleinen Teil der Unternehmen ist die Frage einer Beteiligung derzeit offensichtlich von untergeordneter Bedeutung; daher geben sie an, keine Informationen über diese Finanzierungsform einzuholen (14%).

Vergleicht man Untergruppen der Unternehmen ohne Beteiligung miteinander, kommt man zu folgenden Ergebnissen:

1. Die Unternehmen, die Anteile an Externe übertragen haben (Anteile in Familienhand < 100%; M = 40%; N=30)¹², wählen im Vergleich zu den reinen Familienunternehmen (M = 15%; N=171) signifikant häufiger den direkten Kontakt zur Beteiligungsgesellschaft. Es handelt sich um einen mittelstarken Effekt ($***p \leq ,001$; Effektstärke $\eta^2 = ,05$).¹³

	Direkter Kontakt %	N
Anteile in Familienhand = 100%	15	171
Anteile in Familienhand < 100%	40	30

Tabelle 6: Informationskanäle nach Anteil am Unternehmen in Familienhand

2. In Hinblick auf die Umsatzgröße verteilen sich die kleinen, mittleren und großen Unternehmen¹⁴ in der vorliegenden Stichprobe wie in der untenstehenden Tabelle dargestellt.

	Jahresumsatz (in Mio. Euro)	N
Kleine Unternehmen	< 10	115
Mittlere Unternehmen	< 50	51
Große Unternehmen	> 50	55

Tabelle 7: Anzahl der Unternehmen in der Stichprobe nach Umsatzgrößenkategorien

¹¹ Hierbei sollte berücksichtigt werden, dass die Werte für die IHK – vermutlich aufgrund der Tatsache, dass die Teilnehmer der Befragung in IHK-Gremien vertreten sind – besonders positiv ausfallen.

¹² Der Mittelwert M steht hier und im Folgenden für den jeweiligen Antwortanteil in Prozent.

¹³ Dieser Zusammenhang findet sich, wenngleich geringfügig schwächer, analog auch zwischen Unternehmen wieder, denen die Mehrheit der Anteile gehört und denjenigen, die nur eine Minderheitsbeteiligung besitzen.

¹⁴ Laut Definition der EU verteilen sich diese Größenklassen wie folgt: Kleinunternehmen bis zu 10 Mio. Euro, mittlere Unternehmen bis zu 50 Mio. Euro und große Unternehmen über 50 Mio. Euro Umsatz.

Es wird deutlich, dass sich Unternehmen mit hohem Umsatz signifikant häufiger direkt an ein Beteiligungshaus wenden, um sich zu informieren ($M = 40\%$; $***p \leq ,001$; mittlere Effektstärke $\eta^2 = ,08$; siehe Tabelle 8), während kleine und mittlere Unternehmen sich eher an den Steuerberater oder Wirtschaftsprüfer wenden ($*p \leq ,05$; schwacher Effekt $\eta^2 = ,03$; siehe Tabelle 8). Für mittlere und große Unternehmen ist die Bank der wichtigste Ansprechpartner ($***p \leq ,001$; mittelstarker Effekt $\eta^2 = ,06$).

	Direkter Kontakt %	Steuer-berater %	Bank %
Kleine Unternehmen	12	50	34
Mittlere Unternehmen	22	57	61
Große Unternehmen	40	33	56

Tabelle 8: Informationskanäle nach Umsatzgrößenkategorien

4. Gründe für eine Beteiligungsfinanzierung

Unter den Gründen für eine Beteiligungsfinanzierung nimmt der Aspekt der Wachstumsfinanzierung für die Unternehmen ohne Beteiligung (71%; $N = 220$; Mehrfachantworten möglich) den höchsten Rang ein. Jeweils ca. ein knappes Viertel sieht Nachfolgeregelungen, Akquisitionen oder Restrukturierungen als mögliche Gründe. Stellt man einen Vergleich zwischen den verschiedenen Umsatzgrößenklassen an, so zeigt sich, dass nur für den Bereich der Akquisition signifikante Unterschiede festzustellen sind: Für Unternehmen höherer Umsatzklassen stellt eine geplante Akquisition einen der wichtigsten Gründe für die Hereinnahme von externem Eigenkapital dar ($*p \leq ,01$; mittlerer Effekt $\eta^2 = ,06$).

	Akquisition %
Kleine Unternehmen	17
Mittlere Unternehmen	21
Große Unternehmen	42

Tabelle 9: Beteiligungsgründe nach Umsatzgrößenkategorien

5. Hindernisse für Beteiligungskapital

Auf die Frage, welches die größten Hindernisse bei Beteiligungen sind, vertreten die meisten Unternehmen der Stichprobe die Ansicht, dass die Renditeerwartungen die größte Barriere darstellen ($N=232$; Mehrfachantworten möglich; siehe Abbildung 1).

Um das Bild zu vervollständigen, wurden auch hier differenzierte Auswertungen nach Gruppen vorgenommen:

1. Wählt man als Vergleichskriterium für die Unternehmen ohne Beteiligung wiederum die Umsatzgröße, so finden sich die folgenden drei statistisch signifikanten Zusammenhänge:

	Möglicher Verkauf %	Rendite- erwartungen %	Zu geringe Größe %
Kleine Unternehmen	25	39	48
Mittlere Unternehmen	19	48	31
Große Unternehmen	47	67	13

Tabelle 10: Beteiligungshindernisse nach Umsatzgrößenkategorien

Die Gruppe der großen (M = 67%) und mittleren Unternehmen (M = 48%) sieht das größte Hindernis in den Renditeerwartungen der Beteiligungsgesellschaft – ein Argument, das für die kleinen Unternehmen zwar immer noch eine wesentliche, aber im Vergleich geringere Rolle spielt (**p ≤ ,01; schwacher bis mittelstarker Effekt $\eta^2 = ,06$; siehe Tabelle 10). Denn Unternehmen kleiner Umsatzgrößen sehen vor allem ein Problem darin, externes Eigenkapital in kleineren, ihren Bedürfnissen angepassten, Volumina zu erhalten (***p ≤ ,001; mittlerer Effekt $\eta^2 = ,08$).

2. Im Weiteren wurden die Angaben, die Unternehmen mit und ohne Beteiligung zu möglichen Barrieren gemacht haben, gegenübergestellt. Auch wenn dieser Vergleich aufgrund der unterschiedlichen Stichprobengröße nur in einer Kategorie (Mitspracherechte) einen statistisch signifikanten Unterschied zeigt (**p ≤ ,01), so ergibt ein Blick in die Zahlen zumindest einige Ansätze für Diskussionen (siehe Abbildung 1).¹⁵ Für zwei Drittel der Unternehmen, die bereits Anteile an eine Beteiligungsgesellschaft (BG) abgegeben haben, ist demnach die größte Hürde die Renditeerwartung des Beteiligungspartners. Die Vergleichsgruppe der Unternehmen ohne Beteiligung sieht vor allem in den Renditeerwartungen (55%) und den Mitspracherechten (52%) eine mögliche Barriere.

¹⁵ Bei stark unterschiedlich großen Stichproben empfiehlt es sich, einen Chi-Quadrat-Test nach Pearson in Kombination mit dem Fishers-Exact-Probability-Test durchzuführen (Atteslander (1991), S. 327f; Schaich (1990), S. 219-234).

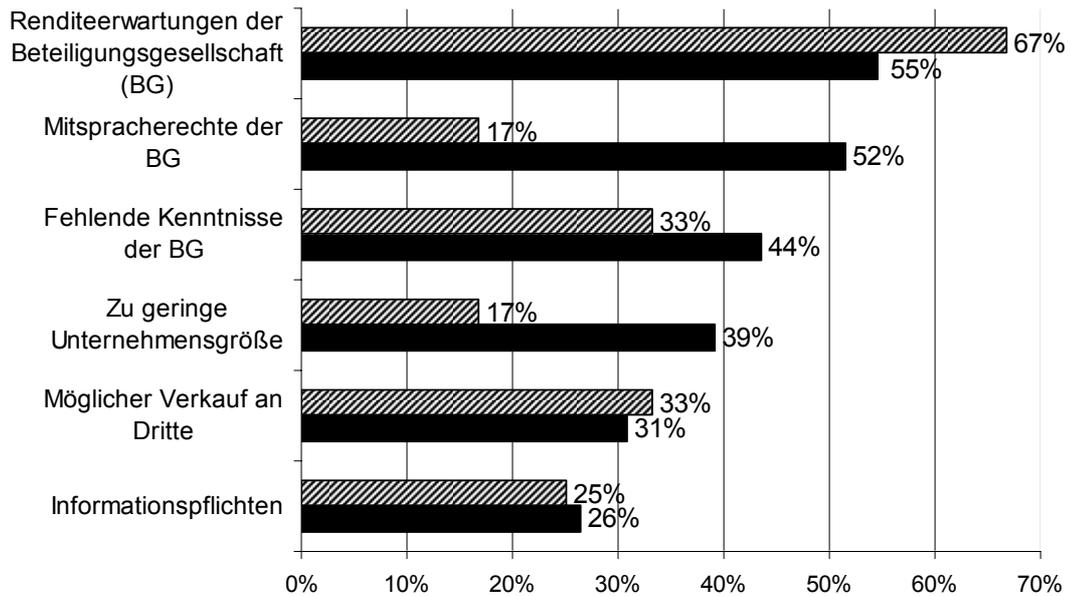


Abbildung 1: Hindernisse für Beteiligungskapital bei Unternehmen mit und ohne Beteiligung
(Statistisch signifikanter Unterschied nur bei den Mitspracherechten; **p ≤ ,01)

V. Diskussion

1. Beteiligungskapital für den Mittelstand

a) Informationsverhalten der Unternehmen

Knapp zwei Drittel aller befragten Unternehmen fühlen sich mittelmäßig bis schlecht über Beteiligungskapital informiert, und fast 60% der Befragten sind der Meinung, dass eine Beteiligung nur in bestimmten Fällen als sinnvoll erachtet werden kann. Das Ergebnis zeugt jedoch auch von einer generellen Unsicherheit im Umgang mit Finanzierungsfragen. So zeigt eine Befragung von mittelständischen Unternehmen mit mindestens 50 Mitarbeitern, dass sich knapp 60% nur mittelmäßig bis schlecht über alternative Finanzierungsmöglichkeiten informiert fühlen (Arnsfeld/Hieb 2004). Besonderer Informationsbedarf besteht bei kleinen und mittleren Unternehmen sowie bei Familienunternehmen. Vor diesem Hintergrund gewinnt die Kenntnis über die jeweiligen Informationskanäle, welche die betroffenen Unternehmen nutzen, zunehmend an Bedeutung.

b) Informationswege

In Hinblick auf die Informationskanäle, die von Unternehmen ohne Beteiligung genutzt werden, sind die Bank und der Steuerberater von besonderer Bedeutung. Diesen kommt offensichtlich nach Einschätzung der Befragten eine klassische Vermittlerfunktion zu. Dabei wird vermutlich der Steuerberater in einer früheren Phase, die Bank dagegen in einer späteren Phase in die Planung einbezogen. Aufgrund des in Deutschland immer

noch sehr stark verankerten Hausbankprinzips (Hommel/Schneider 2004) ist es allerdings nicht überraschend, dass den Banken hierbei eine Schlüsselposition zukommt. Große Unternehmen und solche, die sich nicht vollständig in Familienhand befinden, wenden sich vergleichsweise häufiger direkt an ein Beteiligungsunternehmen. Kleine und mittlere Unternehmen wenden sich hingegen eher an ihren Steuerberater. Dies bedeutet, dass nicht nur die Unternehmer selbst besser informiert werden müssen, sondern auch die beratenden bzw. vermittelnden Banken und Steuerberater (Poech/Achleitner/Burger-Calderon 2005).

Dies hat entsprechende Konsequenzen für die Bildung von Netzwerken zwischen Eigenkapitalgebern und Mittlern. Für eine zielgruppengerechte Ansprache ist es daher unerlässlich, geeignete Mittler einzubeziehen und mit Informationen zu versorgen. Dass auch die Fachpresse für 40% der Befragten ein wichtiges Informationsmedium darstellt, ist unter Marketing-Gesichtspunkten für die Anbieter von externem Eigenkapital wenngleich keine neue, so doch eine bestätigende Information. Fachzeitschriften sollten also – mehr noch als Veranstaltungen – als Medium eingesetzt werden. Referenzen von anderen Unternehmen und die damit verbundenen Netzwerkeffekte werden allerdings erst ab einer mittleren Umsatzgröße genutzt. Dies wird bestätigt durch Arnsfeld und Hieb (2004), die mittlere und große Unternehmen um ihre Meinung gebeten und festgestellt haben, dass sich die Befragten bei ihrer Finanzierungsentscheidung „maßgeblich durch die Erfolge anderer Unternehmen leiten lassen“ (S. 667).

2. Einschätzung von Hindernissen für Beteiligungskapital

- a) Es zeigt sich, dass die *hohe Renditeerwartung* der Beteiligungsgesellschaften für alle befragten Unternehmen ein wesentlicher Aspekt ist. Unternehmen, die bereits eine Beteiligung eingegangen sind, zeigen jedoch deutlich höhere Werte (67% im Vergleich zu 53%). Dies könnte als ein Indiz interpretiert werden, dass die praktische Erfahrung mit einer Beteiligungsgesellschaft verstärkt aufzeigt, welchen hohen Stellenwert die Erwirtschaftung der geplanten Rendite besitzt. Das Geschäftsmodell der Beteiligung wird von den Unternehmen mit Beteiligung unter Umständen besser nachvollzogen, die eigentliche Bedeutung von ‚Risikokapital‘ und die damit unabdingbar verknüpfte höhere Verzinsung des eingesetzten Kapitals besser verstanden.
- b) Ein statistisch signifikanter Unterschied ist bei den Antworten zu den *Mitspracherechten* festzustellen. Während nur 17% der Unternehmen, die bereits Anteile abgegeben haben, der Meinung sind, dies stelle ein Hindernis dar, sieht etwa die Hälfte der Unternehmen ohne Beteiligung dieses Argument als schwerwiegende Barriere (**p ≤ ,01). Dies verweist auf den Wunsch nach Unabhängigkeit und alleiniger Kontrolle, der für viele mittelständische Unternehmen in der Zielhierarchie den vordersten Platz einnimmt (Strick/Blank/Hülsbömer 2004; Apax Partners/KPMG/WestLB 2004; Kokalj/Paffenholz/Moog 2003). Zumindest bei den Unternehmen der vorliegenden Stichprobe, die Erfahrungen mit Beteiligungskapital gesammelt haben, konnten diese Befürchtungen offenbar nicht bestätigt werden. Zudem wäre zu vermuten, dass die Einschätzung der Unternehmen ohne Beteiligung

auf einem Fehlverständnis der Finanzierungsform beruht. Oftmals ist beispielsweise nicht bekannt, dass Beteiligungshäuser durchaus auch Minderheitsbeteiligungen eingehen, die zwar mit Informations- und Berichtspflichten verbunden sind, jedoch nur in geringem Maß mit einer konkreten Einflussnahme auf strategische und operative Ziele des Kapitalnehmers. Im Übrigen steht dem der Vorteil gegenüber, das Know-how der Beteiligungsgesellschaft aktiv zu nutzen. Auch hier könnten durch gezielte Information Vorbehalte abgebaut werden.

- c) Ein weiteres Argument, das häufig genannt wird, bezieht sich auf die *fehlenden Kenntnisse* der externen Kapitalgeber bezüglich Branche und Produkt. Auch wenn hier die Unternehmen ohne Beteiligung (43%) noch eher ein Hindernis sehen als ihre Vergleichsgruppe (33%), so sind beide Werte dennoch ein Signal für die Investoren, ihr diesbezügliches Image – das sicherlich in den meisten Fällen nicht der Realität entspricht – neu zu positionieren bzw. entsprechenden Vorurteilen proaktiv zu begegnen. Eine Bemühung in diese Richtung ist der verstärkte Ausbau von Mittelstandsexpertise, wie dies in den vergangenen Jahren ja bereits in vielen Unternehmen der Beteiligungsbranche erkannt und umgesetzt worden ist. Die Unterschiede in den Werten zwischen Unternehmen mit und ohne Beteiligung könnten allerdings auch dahingehend interpretiert werden, dass das Kompetenz-Argument unter Umständen vorgeschoben wird, um sich nicht mit dem Thema auseinandersetzen zu müssen.
- d) Dass eine *zu geringe Größe* ein Hinderungsgrund für eine Beteiligungsgesellschaft sein könnte, in das betreffende Unternehmen zu investieren, ist für fast 40% der Unternehmen ohne Beteiligung ein Argument, während nur 16% der Unternehmen mit Beteiligung dies als Hindernis sehen. In der Tat ist es so, dass sich die Mehrzahl der Beteiligungsgesellschaften vorwiegend auf größere mittelständische Unternehmen fokussiert. Das hängt damit zusammen, dass bei größeren Engagements niedrigere anteilige Transaktionskosten entstehen. Bei kleineren Unternehmen muss aufgrund dieser Kosten eine höhere Rendite erzielt werden. Einen gut funktionierenden Markt gibt es in dieser Umsatzklasse daher nur in technologieintensiven Wachstumsunternehmen oder bei Beteiligungen durch staatlich subventionierte mittelständische Beteiligungsgesellschaften. Zwar hält der Markt inzwischen ein weitgehend differenziertes Angebot an Beteiligungsmodellen bereit, nach wie vor gibt es jedoch Angebotslücken (v.a. im Bereich von 100.000 Euro bis 2,5 Mio. Euro Kapitalbedarf; vgl. Hommel/Schneider 2003, S. 70; KfW Mittelstandsbank 2003b, S. 7ff.; KfW Mittelstandsbank 2003a, S. 36ff.). Dies hat Konsequenzen auf die Art und Weise, wie diese Produkte vermarktet werden. Beteiligungen sind mithin kein Standardprodukt, sondern weisen einen hohen Erklärungsbedarf auf – ein Thema, das von der Beteiligungsbranche stärker forciert werden sollte.
- e) In Hinblick auf das Argument, dass das Unternehmen nach *Ablauf der Beteiligung an Dritte veräußert* werden könnte, sind beide Gruppen gleichermaßen der Meinung, dass dies ein Hindernis darstelle (jeweils von etwa einem Drittel der Befragten). Ein Verkauf an Dritte nach Ablauf der Beteiligung stellt für die Unternehmen der höheren

Umsatzklassen eher ein Problem dar als für die kleinen Unternehmen. Da es sich hierbei um einen statistisch gesehen schwachen Effekt handelt, müssten diese Ergebnisse noch vertieft geprüft werden.

- f) *Informations- und Berichtspflichten* werden ebenfalls von beiden Gruppen zu je einem Viertel der Befragten thematisiert. Es wird insbesondere betont, dass das Offenlegen von Informationen ein Hindernis darstellen kann. Dies mag zum einen an fehlenden betrieblichen Berichts- und Controllingssystemen liegen, zum anderen aber auch daran, dass Offenheit und Transparenz in nicht publizitätspflichtigen Unternehmen erst geübt werden muss (Arnsfeld/Hieb 2004). Dies wird dadurch bestätigt, dass die Weitergabe von Informationen besonders von Unternehmen, die sich vollständig in Familienhand befinden, als Barriere gesehen wird.
- g) Schließlich spielen auch *weiche Faktoren* eine Rolle, die sich auf das Selbstverständnis von mittelständischen Unternehmen beziehen.¹⁶ Das Argument, dass die Zeithorizonte von Beteiligungsgeber und -nehmer sich erheblich unterscheiden, wurde bereits bestätigt (Achleitner/Poeh 2004). In dieser Untersuchung konnte zudem gezeigt werden, dass Unterschiede in den Kulturen von mittelständischen Unternehmen und Finanzinvestoren zu Reibungsverlusten führen. Der Investorenmehrheit wird von den Unternehmen oftmals strikte Finanzorientierung und fehlendes ‚Herzblut‘ unterstellt. Es wird daher empfohlen, ein besseres Verständnis für die kulturellen Spielregeln der Gegenseite zu entwickeln, um durch Veränderungen auf der Einstellungs- und Verhaltensebene Konfliktpotentiale zu reduzieren (Poeh/Achleitner/Burger-Calderon 2005).

3. Implikationen für die Praxis

Abschließend lässt sich sagen, dass die Ergebnisse deutlich darauf hinweisen, dass dem hohen Interesse der befragten Unternehmen am Thema Beteiligungsfinanzierung ein ebenso hoher Informationsbedarf gegenübersteht. Das Informationsverhalten der Befragten lässt sich insgesamt als eher defensiv interpretieren, und die Informationen werden nicht immer an der geeigneten Quelle abgefragt. Dies führt in der Folge zu Unsicherheiten darüber, in welchen Fällen externes Eigenkapital eine sinnvolle Alternative darstellt. Vergleiche zwischen einzelnen Gruppen der befragten Unternehmen geben Hinweise auf Filtermechanismen in der Informationssuche. So gibt es etwa deutliche Unterschiede in den Angaben zur Frage, welche Hindernisse die größte Bedeutung haben. Dies kann als Hinweis dafür gewertet werden, dass die Einschätzung der Befragten wesentlich von ihrem jeweiligen Unternehmenshintergrund und damit auch von ihrer individuellen Wahrnehmung getragen wird. Die darin enthaltenen psychologisch bedingten Selektionsprozesse sollten in der Aufbereitung und Weitergabe von Informationen rund um das Thema Beteiligungskapital größere Beachtung finden. Dies ist besonders kritisch, da kognitive Verzerrungen einen negativen Regelkreis in Gang setzen, der nur schwer von außen durchbrochen werden kann. Hierin liegt auch der Hauptbeitrag der vorliegenden Untersuchung: Indem der Fokus auf Beschränkungen in der Informationsverarbeitung gerichtet wird, werden – jenseits

¹⁶ Diese Befunde konnten den Antworten zu den offenen Fragen entnommen werden.

ökonomischer Erklärungen – Gründe für die fehlende Akzeptanz von Beteiligungskapital bei mittelständischen Unternehmen aufgedeckt.

Im Einzelnen lassen sich aus der vorliegenden Untersuchung u.a. folgende Empfehlungen ableiten: Beteiligungsunternehmen sollten zielgruppengerecht informieren und Anforderungen an Faktoren wie Unternehmensgröße und -historie, Eigentümerstrukturen, Branche, Technologiefokus, Wachstumspotentiale usw. bei der Ansprache berücksichtigen und entsprechend klar kommunizieren. Den Beratern der Mittelständler sollte dabei als Drehscheibe besondere Aufmerksamkeit zukommen. Denn die Einstellungsforschung zeigt, dass Vorurteile abgebaut werden können, indem – unter der Voraussetzung, dass die Parteien einen ähnlichen Status aufweisen – zum ‚Vorurteilsobjekt‘ direkt Kontakt aufgenommen wird (Schäfer/Six 1978). Diese Kontaktaufnahme könnte über die entsprechenden Mittelspersonen bewusst eingeleitet werden.

In Bezug auf die Inhalte der Botschaft scheint es vor allem notwendig, ein besseres Verständnis für das Geschäftsmodell einer Beteiligung zu schaffen, sowohl von Seiten der Beteiligungsbranche als auch von Medien, Verbänden usw. Dies hieße u.a., die negativen Erwartungen bezüglich der Einflussnahme durch die Beteiligungsgesellschaft zu korrigieren und die Vielfalt an möglichen Beteiligungsmodellen (auch in Hinblick auf Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligungen) darzulegen. Dies sollte mit einer vorurteilsfreien Kommunikation verknüpft sein, die eigene ‚kognitive Landkarten‘ reflektiert, um zu verhindern, dass unbewusst Botschaften übermittelt werden, die von vorgefassten Meinungen geprägt sind.

Nicht vergessen werden darf, dass 67% der befragten Unternehmen reine Familienunternehmen¹⁷ sind. Für diese Gruppe gelten spezifische Anforderungen – so ist etwa das Thema Transparenz für diese Gruppe ein weitaus kritischerer Faktor als für andere Unternehmen. Für die Beteiligungsgeber bedeutet das, sich intensiver als bislang mit der Identität und dem Selbstverständnis von Familienunternehmen auseinandersetzen zu müssen. Dabei hat sich die zweiseitige Kommunikation, bei der auf die Gegenargumente des Gesprächspartners aktiv eingegangen wird, als hilfreiche Methode im Rahmen der sog. persuasiven Kommunikation erwiesen (Rosch/Frey 1994). Wer gezielt auf Befürchtungen eingeht, die mit dem Verlust von Einfluss und Kontrolle verbunden sind und mögliche Alternativen im Vorfeld aufzeigt, wird Ressentiments gar nicht erst entstehen lassen.

¹⁷ In der vorliegenden Untersuchung wurden als reine Familienunternehmen all jene Unternehmen definiert, die sich zu 100% in der Hand der Familie befinden (siehe Punkt 2. b)).

Literatur

- Achleitner, A.-K./ Fingerle, C. H. (2004): Finanzierungssituation des deutschen Mittelstands, in: Private Debt - alternative Finanzierung für den Mittelstand. Finanzmanagement, Rekapitalisierung, Institutionelles Fremdkapital, hrsg. von A.-K. Achleitner/ C. v. Einem/ B. v. Schröder, Stuttgart, S. 5-40.
- Achleitner, A.-K./ Poech, A. (2004): Familienunternehmen und Private Equity: Die psychologischen Bruchstellen, hrsg. von Apax Partners, München.
- Ahrweiler, S./ Börner, C. J. (2003): Neue Finanzierungswege für den Mittelstand: Ausgangssituation, Notwendigkeit und Instrumente, in: Neue Finanzierungswege für den Mittelstand - von der Notwendigkeit zu den Gestaltungsformen, hrsg. von J. Kienbaum/ C. J. Börner, Wiesbaden, S. 5-73.
- Apax Partners/ KPMG/ WestLB (2004): Unabhängig erfolgreich - Wachstums- und Finanzierungsstrategien von großen Familienunternehmen, Frankfurt/M., F.A.Z.-Institut für Management.
- Arnsfeld, T./ Hieb, O. (2004): Alternative Wege in der Mittelstandsfinanzierung, in: Finanz Betrieb, 10, S. 664-667.
- Arthurs, J. D./ Busenitz, L. W. (2003): The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/ Entrepreneur Relationship, in: Entrepreneurship Theory and Practice, 28 (2), S. 145-162.
- Atteslander, P. (1991): Methoden der empirischen Sozialforschung, 6. Aufl., Berlin, New York.
- Barberis, N./ Thaler, R. (2003): A Survey of Behavioral Finance, in: Handbook of the Economics of Finance: Financial Markets and Asset Pricing: 001b (Handbooks in Economics, Bk. 21), hrsg. von G. M. Constantinides/ M. Harris/ R. M. Stulz, Amsterdam, S. 1-61.
- Busenitz, L. W. et al. (1997): The Framing of Perceptions of Fairness in the Relationship between Venture Capitalists and New Venture Teams, in: Entrepreneurship Theory and Practice, 21 (3), S. 5-21.
- Cable, D. M./ Shane, S. (1997): A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships, in: Academy of Management Review, 22 (1), S. 142-176.
- DIHK (2004): Kreditprobleme trotz konjunktureller Zuversicht - Ergebnisse einer DIHK-Umfrage zur Unternehmensfinanzierung im Mittelstand, Berlin.
- Festinger, L. (1957): A Theory of Social Comparison Processes, in: Human Relations, 7, S. 117-140.
- Frey, D./ Benning, E. (1983): Das Selbstwertgefühl, in: Emotion und Kognition, hrsg. von H. Mandl/ G. L. Huber, München, S. 148-182.
- Frey, D./ Gaska, A. (2001): Die Theorie der Kognitiven Dissonanz, in: Theorien der Sozialpsychologie, Band I: Kognitive Theorien., hrsg. von D. Frey/ M. Irle, Bern u.a., S. 275-324.
- Hommel, U./ Schneider, H. (2003): Financing the German Mittelstand, in: EIBPapers, 8 (2), S. 52-90.
- Hommel, U./ Schneider, H. (2004): Die Bedeutung der Hausbankbeziehung für die Finanzierung des Mittelstands, in: Finanz Betrieb, 9, S. 577-584.
- Howorth, C./ Westhead, P./ Wright, M. (2004): Buyouts, Information Asymmetry and the Family Management Dyad, in: Journal of Business Venturing, 19 (4), S. 509-534.

- KfW Mittelstandsbank (2003a): Beteiligungskapital in Deutschland: Anbieterstrukturen, Verhaltensmuster, Marktlücken und Förderbedarf. Fortschreitende Professionalisierungstendenzen in einem noch jungen Markt, Frankfurt.
- KfW Mittelstandsbank (2003b): Eigenkapital für den 'breiten' Mittelstand. Neue Wege und Instrumente.
- KfW Mittelstandsbank (2003c): Mittelstandsmonitor 2003 - Zusammenfassung.
- KfW Mittelstandsbank (2004): Auf unterschiedlichen Wegen zum gleichen Ziel? Beteiligungskapital in Deutschland und Großbritannien: Marktstrukturen im Vergleich, Frankfurt.
- Kokalj, L./ Paffenholz, G./ Moog, P. (2003): Neue Tendenzen in der Mittelstandsfinanzierung, Wiesbaden.
- Myers, S. (1977): Determinants of Corporate Borrowing, in: Journal of Financial Economics, 5 (2), S. 147-175.
- Myers, S./ Majluf, N. (1984): Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have, in: Journal of Financial Economics, 13 (2), S. 187-221.
- Poech, A./ Achleitner, A.-K./ Burger-Calderon, M. (2005): Private Equity in Familienunternehmen: Eine empirische Untersuchung zu psychologischen Aspekten der Transaktionsentscheidung, in: Finanz Betrieb, 5, S. 289-295.
- Reimers, N. (2004): Successful Investing in the Mittelstand, in: Germany Report - Intelligence Report, hrsg. von Initiative Europe, Red Hill, S. 2-9.
- Rosch, M./ Frey, D. (1994): Soziale Einstellungen, in: Sozialpsychologie, hrsg. von D. Frey / S. Greif, Weinheim, S. 296-305.
- Sapienza, H. J./ De Clercq, D. (2000): Venture Capitalist-Entrepreneurship Relationships in Technology-Based Ventures, in: Enterprise & Innovation Management Studies, 1 (1), S. 57-71.
- Sapienza, H. J./ Korsgaard, M. A. (1996): Procedural Justice in Entrepreneur-Investor Relations, in: Academy of Management Journal, 39 (3), S. 544-574.
- Schäfer, B./ Six, B. (1978): Sozialpsychologie des Vorurteils, Stuttgart.
- Schaich, E. (1990): Schätz- und Testmethoden für Sozialwissenschaftler, 2. Aufl., München.
- Dauenheimer, D. et al. (2002): Die Theorie des Selbstwertschutzes und der Selbstwerterhöhung, in: Theorien der Sozialpsychologie. Band III: Motivations-, Selbst- und Informationsverarbeitungstheorien, hrsg. von D. Frey / M. Irle, Bern, S. 159-190.
- Strick, S./ Blank, S./ Hülsbömer, A. (2004): Bekennende Patriarchen. Deutschlands große Familienunternehmen - erfolgreich ohne Kapitalmarktstrategie, in: Finance, Juli/ August, S. 10-16.
- Sweeting, R. C./ Wong, C. F. (1997): A UK 'Hands-Off' Venture Capital Firm and the Handling of Post-Investment Investor-Investee Relationships, in: Journal of Management Studies, 34 (1), S. 125-152.

CEFS Working Paper Series

No.	Author(s)	Title
2003-01	Christoph Kaserer Niklas Wagner Ann-Kristin Achleitner	<i>Managing Investment Risks of Institutional Private Equity Investors</i> – <i>The Challenge of Illiquidity</i> –
2004-01	Christoph Kaserer Christian Diller	<i>European Private Equity Funds</i> – <i>A Cash Flow Based Performance Analysis</i> –
2004-02	Christoph Kaserer Christian Diller	<i>What drives Cash Flow Based European Private Equity Funds?</i> – <i>Fund Inflows, Skilled GPs and/or Risk?</i> –
2004-03	Niklas Wagner Terry A. March	<i>Surprise Volume and Heteroskedasticity in Equity Markets Returns</i>
2004-04	Christoph Kaserer Jakob Munzinger Niklas Wagner	<i>The Index Effect</i> – <i>Comparision of Different Measurement Approaches</i> –
2004-05	Ann-Kristin Achleitner Christian H. Fingerle	<i>What You Get is What You Need?</i> – <i>The Role of Venture Capitalists in Managing Growth of New Ventures</i> –
2004-06	Christoph Kaserer Niklas Wagner	<i>Determinanten der Vorstandsvergütung in Deutschland: Paradigmenwechsel oder Versagen in der Unternehmenskontrolle?</i>
2005-01	Christoph Kaserer Benjamin Moldenhauer	<i>Insider Ownership and Corporate Performance – Evidence from Germany</i>
2005-02	Ann-Kristin Achleitner Niklas Wagner	<i>Real Estate Private Equity – Funktion und Bedeutung einer Anlageklasse</i>
2005-03	Ann-Kristin Achleitner Christoph Kaserer	<i>Private Equity Funds and Hedge Funds: A Primer</i>
2005-04	Ann-Kristin Achleitner Angela Pösch Thorsten Groth	<i>Beteiligungskapital und selektive Informationssuche in mittelständischen Unternehmen</i>

Center for Entrepreneurial and Financial Studies

Technische Universität München (TUM) ♦ Arcisstr. 21 ♦ 80333 München
 Tel: +49.(0)89.289.25426 ♦ Fax: +49.(0)89.289.25488 ♦ E-mail: contact@cefs.de
 Internet: <http://www.cefs.de>