

Schriften zum europäischen Management

Hrsg.: Roland Berger Strategy Consultants –
Academic Network

Roland Berger
Strategy Consultants

Rainer Bizenberger

Informal Private Debt

Ein Beitrag zur innovativen
Finanzwirtschaft von Unternehmen

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Rainer Bizenberger

Informal Private Debt

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Schriften zum europäischen Management

Herausgegeben von

Roland Berger Strategy Consultants – Academic Network

Herausgeberrat:

Prof. Dr. Thomas Bieger, Universität St. Gallen;

Prof. Dr. Rolf Caspers (†), European Business School,
Oestrich-Winkel;

Prof. Dr. Guido Eilenberger, Universität Rostock;

Prof. Dr. Dr. Werner Gocht (†), RWTH Aachen;

Prof. Dr. Karl-Werner Hansmann, Universität Hamburg;

Prof. Dr. Alfred Kötzle, Europa-Universität Viadrina, Frankfurt/Oder;

Prof. Dr. Kurt Reding, Universität Kassel;

Prof. Dr. Dr. Karl-Ulrich Rudolph, Universität Witten-Herdecke;

Prof. Dr. Klaus Spremann, Universität St. Gallen;

Prof. Dr. Dodo zu Knyphausen-Aufseß, Universität Bamberg;

Prof. Dr. Burkhard Schwenker, Roland Berger Strategy Consultants

Die Reihe wendet sich an Studenten sowie Praktiker und leistet wissenschaftliche Beiträge zur ökonomischen Forschung im europäischen Kontext.

Rainer Bizenberger

Informal Private Debt

Ein Beitrag zur innovativen
Finanzwirtschaft von Unternehmen

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Guido Eilenberger

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

Dissertation Universität Rostock, 2008

1. Auflage 2008

Alle Rechte vorbehalten

© Gabler | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2008

Lektorat: Frauke Schindler / Sabine Schöller

Gabler ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.

www.gabler.de



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: Regine Zimmer, Dipl.-Designerin, Frankfurt/Main

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in Germany

ISBN 978-3-8349-1252-7

Geleitwort

Die Finanzierungsmöglichkeiten und -bedingungen kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU) haben sich in Zusammenhang mit der Diskussion und der Einführung der neuen Vorschriften für die Eigenkapitalunterlegung von Bankkrediten entsprechend der Unternehmensbonitäten in den letzten Jahren grundlegend verändert. Zwar sind die Banken nach wie vor die Hauptfinanziers von KMU, es werden jedoch einerseits strengere Anforderungen an die Erhältlichkeit von Krediten gestellt, andererseits erfolgt eine Anpassung der Finanzierungskosten an die individuelle Bonität der Kreditnehmer. Die Mehrzahl der KMU steht also vor dem Dilemma, die von den Banken geschaffene Situation zu akzeptieren und zu versuchen, maßgeschneiderte Kredite zu erhalten (was zunehmend auf Schwierigkeiten stößt), oder sich nach neuen Finanzierungsquellen außerhalb des Bankensystems umzusehen.

Dabei kann es zu individuellen Lösungen, oft in Zusammenwirken mit den Kunden der KMU, kommen. Mit diesen Lösungen wird Neuland außerhalb des etablierten Kreditmarktes und des nur zum Teil für KMU zugänglichen öffentlichen Kapitalmarkt betreten. Als Kennzeichnung hat sich in Analogie zum privaten Markt für Beteiligungskapital (Private Equity Market) dafür der Begriff des privaten Marktes für Schuldtitel (Private Debt Market) - zumindest unter Insidern - herausgebildet. Es liegt auf der Hand, dass die Marktverhältnisse des Private Debt Markets sich von denen des Public Debt Markets grundlegend unterscheiden. Weitere Einschränkungen der Finanzierungen mittels Private Debt ergeben sich für KMU dann, wenn sie - beispielsweise aus Kostengründen oder aus marketingbedingten Überlegungen - auf die Mitwirkung von Finanzintermediären verzichten. Sie wenden sich in diesen Fällen direkt an private Anleger, denen sie auf dem Wege der Selbstemission die Schuldtitel anbieten. In diesem Zusammenhang kann von "Informal Private Debt" gesprochen werden, zumal die formalen und auch inhaltlichen Anforderungen gegenüber Emissionen am Private Debt Market wesentlich geringer sind.

Rainer Bizenberger greift diese Problematik auf und unternimmt eine breit angelegte Untersuchung hinsichtlich der Erscheinungsformen von Informal Private Debt, des Marktsegments hinsichtlich Struktur und Funktionsfähigkeit, der Abwicklung solcher Transaktionen sowie der Eignung und der Gestaltung von Informal Private Debt unter dem Aspekt innovativer Finanzwirtschaft von Unternehmen.

Die empirische Untersuchung zur Marktabgrenzung und Charakterisierung des Informal Private Debt-Marktes ist von großer Umsicht und hoher Kenntnis der empirischen Arbeitsweise geprägt: Ausführlich beschreibt Herr Bizenberger die Auswahl der 132 ausgewerteten Emissionen von IPD aus einer Gesamtzahl von 278 derartiger Emissionen, die zwischen dem 1.7.2000 und dem 28.2.2006 erfolgt sind. Auswertung und Interpretation der Ergebnisse sind beispielhaft und geben erstmals einen hervorragenden Einblick in diesen eher exotischen, gleichwohl innovativen Finanzierungsmarkt.

Auf der Basis der Darlegung der begrifflichen Grundlagen, die mit großer Sorgfalt erfolgen, und der konkreten Abgrenzung des Marktsegments kann die Rolle von Informal Private Debt im Spannungsfeld zwischen Finanzierung und Marketing schrittweise einer theoretischen Erklärung zugeführt und der innovative Aspekt von IPD verdeutlicht werden: Insbesondere sind es die Perspektive der Behavioral Finance und die Würdigung der Aspekte der Reputation, die den wissenschaftlichen Ertrag mehren. Aber auch die Wechselwirkungen von Informal Private Debt und Marketing tragen zur Erklärung dieses Finanzierungspotentials bei; in diesem Zusammenhang wird insbesondere der Gedanke der Kundenbindung im Kontext mit der Nutzung von Informal Private Debt deutlich und kann der Praxis neue Impulse verleihen.

Als Forschungsmethode wird in eindrucksvoller Weise die Fallstudie eingesetzt. Die verwendete "ZIMBO-Fallstudie" weist insbesondere den Vorteil auf, dass ein Unternehmen ausgewählt worden ist, das zwei konkrete Emissionen von Informal Private Debt und eine für die nahe Zukunft geplante Emission umfasst. Dadurch können die Hintergründe und Zielsetzungen der Informal Private Debt-Finanzierung anhand eines konkreten Falles besser ausgeleuchtet werden.

Die Untersuchung von Rainer Bizenberger eröffnet neue und wissenschaftlich bedeutsame Erkenntnisse für die Finanzierung von KMU in Deutschland. Es ist ihr daher eine weite Verbreitung in Wissenschaft und Praxis zu wünschen.

Guido Eilenberger

Vorwort

Im Zuge des Wandels der Finanzierungsmärkte sind weitreichende Veränderungen in der Unternehmensfinanzierung zu beobachten. Seit einigen Jahren werden dabei auch Anleihen und Genussscheine öffentlich diskutiert, die direkt von Unternehmen an eine Vielzahl von privaten Anlegern als Form der Unternehmensfinanzierung vertrieben werden. Nicht zuletzt bestärkte mich die bislang undifferenziert geführte Diskussion in den Medien über diese innovative Art der Unternehmensfinanzierung abseits des Bankensystems darin, mich wissenschaftlich fundiert mit diesem Thema auseinanderzusetzen. Zielsetzung dieser Arbeit war es, Licht ins Dunkel auf diesem Segment des sogenannten Grauen Kapitalmarkts zu bringen. Vor dem Hintergrund der aktuellen Finanzmarktkrise gewinnt die Diskussion um innovative Anlage- und Finanzierungsformen insgesamt an Brisanz. Daher wünsche ich allen Lesern aus Wirtschaft, Wissenschaft und Öffentlichkeit eine kritische Auseinandersetzung mit den Erkenntnissen.

Bei der Anfertigung dieser Arbeit habe ich vielfältige Unterstützung erhalten, für die ich mich ganz herzlich bedanken möchte. An erster Stelle ist mein Doktorvater, Prof. Dr. Guido Eilenberger zu nennen, der mich bei der Bearbeitung des Themas mit großem Interesse begleitet hat. Er gab mir die notwendigen Freiräume, fand die Zeit den Stand der Arbeit kritisch zu hinterfragen und trug mit seinen konstruktiven Hinweisen wesentlich zum Gelingen bei.

Die Durchführung der empirischen Analyse der bisherigen Emissionen wäre ohne die Unterstützung zahlreicher Emittenten nicht möglich gewesen. Bei der Erstellung der "Zimbo"-Fallstudie trug das Interview mit Herrn Peter A. Rucker wesentlich zum Erkenntnisgewinn bei. An dieser Stelle möchte ich mich bei allen beteiligten Vertretern der jeweiligen Unternehmen für die Kooperation herzlich bedanken.

Meinem Arbeitgeber Roland Berger Strategy Consultants danke ich für die Möglichkeit, meine Dissertation im Rahmen des Promotionsprogramms anzufertigen, insbesondere meinen Kollegen Dr. Derik Evertz, Max Falckenberg, Dr. Julian zu Putlitz, Dr. Nils Bickhoff, Dr. Christoph Kleppel und Dr. Christian Krys. Dem Doktorandenzirkel von Roland Berger Strategy Consultants, vor allem Dr. Tobias Plate, Dr. Nicholas Richter und Dr. Stefan Duderstadt danke ich für die anregenden Diskussionen. Ebenso gilt mein Dank Herrn Heinz

Michalski für die inhaltlichen Anregungen sowie die stilistische Qualitätssicherung. Dank schulde ich zudem meinen Doktorandenkollegen für die wertvollen Hinweise während der Doktorandenseminare des Lehrstuhls von Prof. Dr. Guido Eilenberger.

Besonderen Dank gebührt meiner geliebten Frau, Wibke Berens, die mich mit endloser Geduld in den Hochs und Tiefs unterstützte, die mich stets an den erfolgreichen Abschluss glauben ließ und mit der ich während der Erstellung besonders viele schöne Stunden verbringen durfte und in Zukunft verbringen darf.

Nicht zuletzt danke ich meinen Eltern für die uneingeschränkte Unterstützung und die Ausbildung, die sie mir ermöglicht haben. Meiner Mutter gilt der größte Dank für den immerwährenden Rückhalt und das Vertrauen in den Erfolg. Ihr ist diese Arbeit gewidmet.

Rainer Bizenberger

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	IX
Abbildungsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XV
1 Problemstellung und Forschungsansatz	1
1.1 Problemstellung und Zielsetzung der Arbeit	1
1.2 Wissenschaftstheoretische Positionierung und Forschungsansatz	4
1.3 Aufbau der Arbeit	9
2 Begriffliche Grundlagen und Entstehungszusammenhang	13
2.1 Begriffliche Abgrenzungen und Definition von Informal Private Debt	13
2.2 Informal Private Debt im Kontext des Wandels der Finanzierungsmärkte	19
2.2.1 Wandel der regulatorischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen	21
2.2.2 Technologischer und theoretischer Fortschritt	27
2.2.3 Auswirkungen auf Akteure und Verhalten auf den Finanzierungsmärkten	30
2.2.4 Bedeutung von Innovationen der externen Fremdkapitalfinanzierung	44
3 Überblick über bisherige Informal-Private-Debt-Transaktionen	53
3.1 Methodische Vorbemerkungen zur empirischen Untersuchung	53
3.2 Ergebnisse der empirischen Untersuchung	56
3.2.1 'Markt'-Größe und -Entwicklung	57
3.2.2 Ausgestaltung der Emissionen	60
3.2.3 Art und Herkunft der Emittenten	72
3.2.4 Inanspruchnahme von Fremdleistungen im Rahmen der Transaktionen	80
3.3 Zwischenfazit aus Emittenten- und Anlegersicht	85
4 Theoretische Erklärungsansätze und Thesenbildung	93
4.1 Informal Private Debt im Spannungsfeld zwischen Finanzierung und Marketing	93
4.2 Informal Private Debt im Spiegel der traditionellen Finanzierungstheorie	97
4.2.1 Neoklassische Finanzierungstheorie	98
4.2.2 Moderne Institutionen- und Informationsökonomie	100
4.2.3 Theorie unvollständiger Verträge	111
4.2.4 Würdigung	118

4.3 Die Perspektive der Behavioral Finance	122
4.3.1 Grundlagen der Behavioral Finance	123
4.3.2 Anlegerverhalten unter beschränkter subjektiver Rationalität	124
4.3.3 Würdigung	130
4.4 Die besondere Rolle der Reputation	133
4.4.1 Reputation in der traditionellen Finanzierungstheorie	133
4.4.2 Übertragbarkeit der Reputation	138
4.4.3 Würdigung	144
4.5 Marketingpolitische Gestaltung und Nutzung von Informal Private Debt	147
4.5.1 Gestaltung von Informal Private Debt im Rahmen des Finanzierungsmarketings	147
4.5.2 Nutzung von Informal Private Debt im Rahmen des Kundenbindungsmanagements	161
4.5.3 Würdigung	168
4.6 Bildung der Thesen zu Funktionen, Eignung und Gestaltung	171
5 Einzelfallstudie: Informal Private Debt bei ZIMBO	177
5.1 Methodische Vorbemerkungen	177
5.2 Ergebnisse der Fallstudie	180
5.2.1 Ausgangssituation und Ziele bei der Erstemission	180
5.2.2 Die Emission 2003	189
5.2.3 Die Emission 2005	202
5.2.4 Die geplante Emission 2008	214
5.3 Würdigung aus Sicht des Forschungsvorhabens	217
6 Schlussbetrachtung und Ausblick	221
Anhang	227
Literaturverzeichnis	245

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Überblick über Forschungsvorgehen und Datenquellen	9
Abbildung 2:	Überblick über den Aufbau der Arbeit	11
Abbildung 3:	Schematische Einordnung von Informal Private Debt im Rahmen der Außenfinanzierung.....	18
Abbildung 4:	Ausgewählte Aspekte des Wandels der Finanzierungsmärkte.....	20
Abbildung 5:	Ausgewählte Eckdaten der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland.....	26
Abbildung 6:	Verbreitung und Anwendung des Internets.....	28
Abbildung 7:	Entwicklung der Kreditvolumina an Unternehmen und wirtschaftlich selbständige Personen	34
Abbildung 8:	Aktienkursentwicklung und Entwicklung der Anzahl der Aktionäre	37
Abbildung 9:	Entwicklung des Sparvolumens und der Sparquote in Deutschland.....	38
Abbildung 10:	Eckdaten der Vermögensbildung in Deutschland	39
Abbildung 11:	Eigenkapital- und Bankverbindlichkeitenquote nicht finanzieller Unternehmen in Deutschland nach Größenklassen	41
Abbildung 12:	Entwicklung der Eigenkapital- und Bankverbindlichkeitenquote nicht finanzieller Unternehmen in Deutschland.....	44
Abbildung 13:	Marktentwicklung ausgewählter Kreditsubstitute	45
Abbildung 14:	Charakteristika ausgewählter institutioneller Mezzanine-Instrumente	50
Abbildung 15:	Überblick über die Auswertbarkeit der hinterlegten Verkaufsprospekte von Informal-Private-Debt-Emissionen	55
Abbildung 16:	Überblick über erhobene Daten im Rahmen des 'Markt'-Überblicks nach Clustern	56
Abbildung 17:	'Markt'-Entwicklung von Informal-Private-Debt-Emissionen	57
Abbildung 18:	'Markt'-Struktur nach Höhe des nominalen Emissionsvolumens.....	58
Abbildung 19:	'Markt'-Struktur nach Stückelung und Höhe der Mindestzeichnungsbeträge.....	59
Abbildung 20:	'Markt'-Struktur nach Art der Finanzierungstitel	60

Abbildung 21:	Inhaber-/Orderschuldverschreibungen nach Art/Zahlungsfrequenz der Vergütungsansprüche, Art der Befristung und Veräußerbarkeit.....	61
Abbildung 22:	Inhaber-/Orderschuldverschreibungen nach Laufzeit und ordentlichem Kündigungsrecht	62
Abbildung 23:	Inhaber-/Orderschuldverschreibungen nach Art der Besicherung, Nachrangigkeitsvereinbarung	63
Abbildung 24:	Inhaber-/Orderschuldverschreibungen nach Ausgabekurs und Höhe des Agios/der Bearbeitungsgebühr.....	64
Abbildung 25:	Zinssätze 'typischer' erfasster Inhaber-/Orderschuldverschreibungen in Abhängigkeit von der Laufzeit.....	65
Abbildung 26:	Genussrechtsemissionen nach Art/Frequenz der Vergütungsansprüche und nach Verlustbeteiligung	66
Abbildung 27:	Genussrechtsemissionen nach Art der Befristung und Veräußerbarkeit.....	68
Abbildung 28:	Genussrechtsemissionen nach Art der Besicherung, Nachrangigkeitsvereinbarung	69
Abbildung 29:	Genussrechtsemissionen nach Ausgabekurs und Höhe des Agios/der Bearbeitungsgebühr	70
Abbildung 30:	Höhe der Grunddividende in Abhängigkeit von der Mindestlaufzeit.....	71
Abbildung 31:	Anzahl der Emittenten nach Branchen.....	73
Abbildung 32:	Emissionen nach Alter des Emittenten	74
Abbildung 33:	Emissionen von jungen Unternehmen und Traditionsunternehmen nach Art der Finanzierungstitel und Branche	75
Abbildung 34:	Emissionen nach Profitabilität des Emittenten im letzten angegebenen Geschäftsjahr.....	76
Abbildung 35:	Emissionen nach Höhe der Eigenkapitalquote des Emittenten im letzten angegebenen Geschäftsjahr	77
Abbildung 36:	Anteil der Emissionen profitabler Emittenten/von Emittenten mit einer Eigenkapitalquote von mind. 30% nach Branchen	79
Abbildung 37:	Branchenstruktur Informal Private Debt nach Anteil am gesamten Emissionsvolumen und Anteil Emittenten 'hoher Bonität'	80
Abbildung 38:	Emissionen nach Inanspruchnahme von Beratungsleistungen.....	81

Abbildung 39:	Emissionen nach Übernahme der Vertriebsfunktion	82
Abbildung 40:	Emissionen nach Übernahme der Zahlstellenfunktion	83
Abbildung 41:	Emissionen nach Angaben über und Höhe der Brutto- Emissionskostenbelastung	84
Abbildung 42:	Informal Private Debt im Spannungsfeld zwischen Finanzierung und Marketing.....	97
Abbildung 43:	Entwicklungsstufen der Disintermediation.....	108
Abbildung 44:	Ausgewählte Verhaltensanomalien aus der Behavioral Finance	125
Abbildung 45:	Ziel, Wirkungsdimensionen und Instrumente des Kundenbindungs- managements.....	162
Abbildung 46:	Gesellschaftsrechtliche Struktur der ZIMBO-Unternehmensgruppe im Jahr 2003	182
Abbildung 47:	Renditevergleich ausgewählter "Anleihen mittelständischer Unternehmen" mit "Anleihen von Großunternehmen"	192
Abbildung 48:	Anleger- und Interessentenstruktur der ZIMBO-Emission 2003	197
Abbildung 49:	Investmentprozess der ZIMBO-Emission 2003 und Rolle der beteiligten Dienstleistungsunternehmen	201
Abbildung 50:	Gesellschaftsrechtliche Struktur der ZIMBO Familie Zimmermann Immobilien GmbH & Co. KG zum Zeitpunkt der Emission 2005	205

Abkürzungsverzeichnis

ABCP	=	Asset Backed Commercial Papers
Abk.	=	Abkürzung
ABS	=	Asset Backed Securities
Abs.	=	Absatz
AfA	=	Absetzung für Abnutzung
AG	=	Aktiengesellschaft
Anm.	=	Anmerkung
AnSVG	=	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
ARD	=	Arbeitsgemeinschaft der öffentlich-rechtlichen Rundfunkanstalten der Bundesrepublik Deutschland
ausg.	=	ausgegeben
B2C	=	Business to Consumer
BaFin	=	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAKred	=	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BAV	=	Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen
BAWe	=	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
betriebl.	=	betrieblich
BFuP	=	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	=	Bürgerliches Gesetzbuch
BGB-InfoV	=	Verordnung über Informations- und Nachweispflichten nach bürgerlichem Recht
BMF	=	Bundesministerium der Finanzen
BörsenG	=	Börsengesetz
bspw.	=	beispielsweise
bzw.	=	beziehungsweise
c.p.	=	ceteris paribus
ca.	=	circa
CAGR	=	Compound Annual Growth Rate
CAPM	=	Capital Asset Pricing Model
d.h.	=	das heißt
DAI	=	Deutsches Aktieninstitut
DAX	=	Deutscher Aktienindex
DBW	=	Die Betriebswirtschaft
Dept.	=	Department
DIAS	=	Deutsches Institut für Anlegerschutz
e.V.	=	eingetragener Verein
EAD	=	Exposure at Default
EBIT	=	Earnings before Interests and Taxes
EBITDA	=	Earnings before Interests, Taxes, Depreciation, and Amortization

EBT	=	Earnings before Taxes
EECH	=	European Energy Consult Holding AG
EK-Quote	=	Eigenkapitalquote
et al.	=	et alii
etc.	=	et cetera
EU	=	Europäische Union
EUR	=	Euro
evtl.	=	eventuell
EWG	=	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
f.	=	folgende
FAQ	=	Frequently Asked Questions
FAZ	=	Frankfurter Allgemeine Zeitung
ff.	=	fortfolgende
ggf.	=	gegebenenfalls
ggü.	=	gegenüber
GmbH	=	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HfB	=	Hochschule für Bankwirtschaft
HGB	=	Handelsgesetzbuch
i.d.R.	=	in der Regel
i.e.S.	=	im engeren Sinne
i.H.v.	=	in Höhe von
i.w.S.	=	im weiteren Sinne
ifo	=	Institut für Wirtschaftsforschung
inkl.	=	inklusive
insb.	=	insbesondere
IPD	=	Informal Private Debt
IRB	=	Internal Rating Based
IT	=	Informationstechnologie
IuK-Technologie	=	Informations- und Kommunikationstechnologie
JÜ	=	Jahresüberschuss
KfW	=	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KG	=	Kommanditgesellschaft
KMU	=	Kleine und mittlere Unternehmen
KWG	=	Kreditwesengesetz
lat.	=	lateinisch
LEH	=	Lebensmitteleinzelhandel
lfd.	=	laufend
LGD	=	Loss Given Default
M	=	Maturity
M&A	=	Mergers & Acquisitions
MaK	=	Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft
mind.	=	mindestens
Mio.	=	Million

MIT	=	Massachusetts Institute of Technology
Mrd.	=	Milliarde
MS	=	Management Science
N.-B.-Sektor	=	Nichtbankensektor
o.a.	=	oben angegeben
o.V.	=	ohne Verfasser
OR	=	Operations Research
OTC	=	Over-the-Counter
p.a.	=	per annum
PD	=	Probability of Default
PR	=	Public Relations
Q1	=	erstes Quartal
RSt.	=	Rückstellungen
S & P	=	Standard & Poor's
SchVG	=	Schuldverschreibungsgesetz
sog.	=	sogenannt
teilw.	=	teilweise
TEUR	=	tausend Euro
trad.	=	traditionell
u.a.	=	unter anderem
u.Ä.	=	und Ähnliches
u.U.	=	unter Umständen
u.v.m.	=	und vieles mehr
UK	=	United Kingdom
VC	=	Venture Capital
Verf.	=	Verfasser
VerkaufsprospektG	=	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz
VermVerkProspV	=	Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung
vgl.	=	vergleiche
Wasservers.	=	Wasserversorgung
WAZ	=	Westdeutsche Allgemeine Zeitung
WIST.	=	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WP	=	Wirtschaftsprüfer
WpHG	=	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	=	Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung zum öffentlichen Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist
z.B.	=	zum Beispiel
ZAST.	=	Zinsabschlagsteuer
ZDF	=	Zweites Deutsches Fernsehen
ZfB	=	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfBf	=	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung

1 Problemstellung und Forschungsansatz

1.1 Problemstellung und Zielsetzung der Arbeit

Das deutsche Finanzsystem befindet sich seit Anfang der neunziger Jahre des letzten Jahrhunderts in einem tief greifenden Umbruch. Das traditionell bankenorientierte kontinentaleuropäische Finanzsystem scheint im Rahmen der Globalisierung auf das kapitalmarktorientierte anglo-amerikanische Finanzsystem zu treffen und einen "Cultural Clash" zu verursachen.¹ Die zum Teil heftig geführte Diskussion in Wissenschaft und Öffentlichkeit um Schlagworte wie 'Kreditklemme', 'Ende der Deutschland AG' und 'Niedergang des Bankkredits' scheint nicht abzureißen. Die Unternehmensfinanzierung scheint nach neuen Spielregeln zu funktionieren, die neue Instrumente, Märkte und Perspektiven möglich machen bzw. erfordern.²

Im Zuge dieser Diskussion sind insbesondere kleine und mittlere Unternehmen in den Mittelpunkt geraten, die sich im Streben nach einer Diversifizierung der Unternehmensfinanzierung neuen Herausforderungen gegenüber sehen. Obwohl im Zuge des Wandels der Finanzierungsmärkte eine Reihe neuer Finanzierungsinstrumente entstanden ist, scheinen diese teilweise wenig attraktiv, schwer zugänglich oder nicht geeignet zur Lösung der Finanzierungsprobleme kleiner und mittlerer Unternehmen zu sein. Doch gerade diesen Unternehmen kommt in Deutschland eine überragende volkswirtschaftliche Bedeutung zu. So zählen über 99% aller umsatzsteuerpflichtigen Unternehmen, die rund 70% aller Arbeitsplätze zur Verfügung stellen, zum sog. 'Mittelstand'.³

In der Presse werden seit 2003 vermehrt nicht börsengehandelte Anleihen und Genussscheine als Anlage- und Finanzierungsform besprochen, die direkt an eine Vielzahl von Privatanlegern unter weitestgehendem Verzicht auf die Einschaltung von Banken vertrieben werden (im Folgenden "Informal Private Debt"⁴). Teilweise wird sogar von einem "Boom der Unternehmensanleihen" gesprochen.⁵ Oftmals werden als Beispiele kurios anmutende Einzelfälle von Kleinstemissionen in der Ausstattung mit Naturalzinsen oder vereinzelte

¹ Vgl. Wolff, Rüdiger (2002), S. 22.

² Vgl. Stadler, Wilfried (2002b), S. 110.

³ Da keine einheitliche quantitative Abgrenzung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) existiert, wird der Begriff entgegen der Definition des Instituts für Mittelstandsforschung und der Europäischen Kommission im Verständnis dieser Arbeit weiter gefasst. Um KMU von Großkonzernen abzugrenzen, werden im Folgenden Unternehmen bis zu einem Umsatz von 500 Mio. EUR p.a. der Gruppe der KMU bzw. synonym dem sog. 'Mittelstand' zugerechnet. Vgl. hier und im Folgenden Achleitner, Ann-Kristin und Fingerle, Christian H. (2004), S. 6ff.

⁴ Zur begrifflichen und inhaltlichen Abgrenzung bzw. Definition siehe Abschnitt 2.1.

⁵ Vgl. Schürmann, Christoph (2005), S. 82.

größere erfolgreich im Direktvertrieb platzierte Emissionen angeführt.⁶ Neben der flexiblen Ausgestaltungsmöglichkeit von Informal Private Debt weisen die Autoren auf mögliche marketingpolitische Vorzüge bezüglich der Steigerung der Kundenbindung hin. Vertreter von Anleger- und Verbraucherschutzverbänden oder ähnlichen Organisationen dagegen raten privaten Anlegern eindringlich zur Vorsicht bei der Anlage in solche Papiere.⁷ Sie weisen dabei meist auf die teilweise mangelhafte Informationspolitik, dubiose Vertriebspraktiken, auf die eingeschränkte Veräußerbarkeit sowie auf spektakuläre Insolvenzen einzelner Emittenten oder die fehlende Einlagensicherung hin. Insgesamt erscheint die Darstellung in den Medien stark polarisierend zwischen der generellen Ablehnung von Informal Private Debt als Anlageform einerseits und andererseits der Präsentation eines 'Allheilmittels' zur Lösung der Finanzierungsprobleme von KMU.

In der wissenschaftlichen Forschung und Literatur wird Informal Private Debt bisher weitestgehend vernachlässigt. Der Direktvertrieb von Fremdkapitaltiteln wird nahezu ausschließlich im Zusammenhang mit einer geringen Anzahl institutioneller Investoren meist unter dem Begriff Private Debt in Analogie zu Private Equity untersucht. Eine Ausnahme bildet ein Arbeitsbericht der Universität Lüneburg aus dem Jahr 2004 mit dem Titel "Direktvertrieb von Fremdkapitaltiteln – Eine Finanzierungsalternative für KMU?".⁸ Darin wird allerdings neben einer kurzen theoretischen Analyse im Rahmen eines "Marktüberblicks" Bezug auf lediglich acht Emittenten bzw. 14 Emissionen zwischen 2002 und 2004 genommen. Die Autoren schließen mit der Forderung nach einer – mittlerweile vom Gesetzgeber umgesetzten – Ausweitung der Prospektpflicht auf nicht verbriefte Emissionen und dem Ausblick auf die fragliche Etablierung von Informal Private Debt als Finanzierungsform. Eine Untersuchung der marketingpolitischen Zielsetzung ist aber auch hier unterblieben. Breit angelegte empirische Untersuchungen zu Informal Private Debt wurden bisher nicht durchgeführt. Der Stand der wissenschaftlichen Forschung zu Informal Private Debt kann deshalb als äußerst lückenhaft charakterisiert werden.

Angeichts des frühen Forschungsstadiums wird im Folgenden die Relevanz einer fundierten wissenschaftlichen Untersuchung von Informal Private Debt verdeutlicht. In den letzten Jahren wurde eine Vielzahl unterschiedlich ausgestalteter, nicht börsennotierter Anleihen und Genussscheine von Emittenten aus unterschiedlichen Branchen mittels Direktvertrieb öffentlich angeboten.⁹ Einige dieser Unternehmen, die Schätzungen zufolge Anleihen mit einem Gesamtvolumen von 600 Mio. EUR platzieren konnten, meldeten in jüngster

⁶ Vgl. hierzu beispielhaft Stocker, Frank (2004), Sydow, Anette (2004) sowie o.V. (2005g). Artikel aus der Tagespresse ohne verfügbare Seitenzahl werden ohne diese zitiert.

⁷ Vgl. DIAS (2005), S. 1ff.; o.V. (2003b), S. 56f.

⁸ Vgl. hier und im Folgenden Schöning, Stephan; Nolting, Roger-David, et al. (2004), S. 17 und 32.

⁹ Das Deutsche Institut für Anlegerschutz e.V. (DIAS) verlautbarte, dass 2005 rund 100 Unternehmen in Deutschland Anleihen im Direktverkauf angeboten hätten. Vgl. o.V. (2005c).

Vergangenheit Insolvenz an; der Schaden für die Anleger ist voraussichtlich beträchtlich.¹⁰ Trotzdem scheint das Interesse an Informal Private Debt ungebrochen. Die Informationslage dagegen erscheint sehr beschränkt. Die Reduzierung der Informationsdefizite am Grauen Kapitalmarkt, zu dem Informal Private Debt gezählt werden kann, liegt aber im volkswirtschaftlichen Interesse einer effizienten Kapitalallokation. Aus Anlegersicht gilt es, die Attraktivität der Anlagemöglichkeiten "richtig" einschätzen zu können. Aus Sicht "seriöser" Emittenten ist die Behebung der Informationsdefizite von Interesse, um mögliche negative Ausstrahlungseffekte "unseriöser" Anbieter zu reduzieren bzw. einen Einsatz von Informal Private Debt überhaupt erst in Betracht ziehen zu können. Vor dem Hintergrund des Wandels der Finanzierungsmärkte, der insbesondere KMU als volkswirtschaftlich bedeutsame Unternehmenskategorie vor neue Herausforderungen zu stellen scheint, hält der Verfasser eine wissenschaftliche Auseinandersetzung mit Informal Private Debt für erforderlich.

Das Forschungsvorhaben zielt auf ein vertieftes Verständnis von Informal Private Debt ab und geht der übergeordneten Forschungsfrage nach dem "Wie" und "Warum" der Durchführung von Informal-Private-Debt-Transaktionen nach. Durch eine wissenschaftlich fundierte Erkundung und Strukturierung von Informal Private Debt sollen Möglichkeiten und Grenzen des Einsatzes sowie die Funktionsweise dieser Transaktionen aufgezeigt und einer breiten Öffentlichkeit in Wissenschaft und Praxis zugänglich gemacht werden. Dazu sollen auf Basis der empirischen und theoretischen Untersuchung von Informal Private Debt Thesen zu Funktionen, Eignung und Gestaltung entwickelt werden, die Empfehlungscharakter für die Praxis aufweisen.

Im Verlauf dieser Arbeit sind deshalb folgende Forschungsfragen vorrangig zu beantworten:

1. Was ist definitorisch unter Informal Private Debt zu verstehen?
2. Unter welchen Rahmenbedingungen ist Informal Private Debt entstanden, welchen Einfluss haben diese auf die Akteure auf den Finanzierungsmärkten?
3. Wie groß ist das derzeitige Marktvolumen für Informal Private Debt, wie ist der Markt strukturiert?
4. Wie laufen typischerweise Informal-Private-Debt-Transaktionen ab, welche Leistungen Dritter (Fremdleistungen) werden in Anspruch genommen?
5. Welche Motive und Zielsetzungen werden bei der Durchführung von Informal-Private-Debt-Transaktionen aus Sicht der Emittenten und der Anleger verfolgt?
6. Welche betriebswirtschaftlichen Funktionen erfüllt Informal Private Debt für die Emittenten?
7. Für welche Art von Unternehmen und Anlegern ist Informal Private Debt geeignet?
8. Wie können Informal-Private-Debt-Transaktionen erfolgreich gestaltet werden?

¹⁰ Vgl. Preißler, Steffen (2006).

1.2 Wissenschaftstheoretische Positionierung und Forschungsansatz

Die **wissenschaftstheoretische Positionierung** stellt das Selbstverständnis des Forschers im Rahmen seiner wissenschaftlichen Betätigung dar und bildet die Grundlage für die Auswahl eines geeigneten Forschungsansatzes. Die Betriebswirtschaftslehre befasst sich mit Fragestellungen der Gestaltung und Lenkung produktiver sozialer Systeme und ist primär als Führungslehre zu verstehen, welche zu Erkenntnissen führen soll, die "[...] einen engen Bezug zur Praxis aufweisen."¹¹

Im Zentrum des wissenschaftlichen Interesses steht in einem pragmatischen Wissenschaftsverständnis das Problem.¹² In der Betriebswirtschaftslehre als angewandter Wissenschaft stehen für die Managementpraxis relevante Probleme im Mittelpunkt, für die inhaltliche Lösungen, Lösungsverfahren, Gestaltungsmodelle oder Regeln für die Entwicklung von Gestaltungsmodellen bereitgestellt werden.¹³ Ulrich stellt darüber hinaus fest, dass insbesondere die Untersuchung des spezifischen Anwendungszusammenhangs des geforderten Handelns die eigentliche Forschungsaufgabe anwendungsorientierter Wissenschaften sei.¹⁴ Die im vorherigen Abschnitt dargestellte Problemstellung und Zielsetzung dieser Arbeit zeichnet sich durch eine hohe Praxisrelevanz und einen hohen Praxisbezug aus.¹⁵ Sie greift ein aus der Managementpraxis stammendes Problem, welches im Zuge des Wandels im Umfeld der Finanzierung entstanden ist, auf und zielt darauf ab, durch eine systematische wissenschaftliche Auseinandersetzung nützliche Erkenntnisse für die Praxis zu gewinnen. Insoweit stellt sich der Verfasser dieser Arbeit der Forderung nach einem größeren Anwendungsbezug insbesondere der modernen Finanzierungstheorie.¹⁶

Für die Durchführung empirischer Untersuchungen sind qualitative und quantitative Forschungskonzeptionen denkbar. Quantitative Forschung hat ihren Ursprung in den Naturwissenschaften und untersucht anhand von breit angelegten, großzahligen Stichprobenuntersuchungen klar identifizierbare und abgrenzbare Variablen eines Forschungsgegenstandes. Im Sinne des kritischen Rationalismus besteht der Erkenntnisfortschritt der Wissenschaft im Kern darin, aus bestehenden Theorien abgeleitete Hypothesen mithilfe statistischer Tests zu falsifizieren und so falsche bzw. schlecht bewährte Aussagen oder Theorien zu eliminieren.¹⁷ Qualitative Forschung hat ihren Ursprung in den Geistes- und Sozialwissenschaften und zielt darauf ab, durch die Deutung von Beobachtungen und Befragungen den Forschungsgegenstand in einem reflexiven Prozess zu verstehen, zu

¹¹ Ulrich, Hans (1981), S. 3ff.

¹² Vgl. Hauschildt, Jürgen (2003), S. 15.

¹³ Vgl. Ulrich, Hans (2001), S. 30 und Ulrich, Hans (1981), S. 5.

¹⁴ Vgl. Ulrich, Hans (1984), S. 207 und Kieser, Alfred und Nicolai, Alexander (2003), S. 593.

¹⁵ Zu den Begriffen Praxisrelevanz und Praxisbezug vgl. Grand, Simon (2003), S. 5ff.

¹⁶ Vgl. Breuer, Wolfgang A. (1997), S. 612.

¹⁷ Vgl. Bortz, Jürgen und Döring, Nicola (2003), S. 22 und S. 31f.

beschreiben und (neue) Zusammenhänge aufzudecken.¹⁸ "Das qualitative Paradigma ist bemüht, den Objektbereich [...] in seinem konkreten Kontext und seiner Individualität zu verstehen."¹⁹ Empirische Untersuchungen können idealtypisch drei Zielsetzungen verfolgen: (1) Explorative Untersuchungen zielen darauf ab, Hypothesen und Theorien zu *bilden*, (2) explanative Untersuchungen *prüfen* Hypothesen und Theorien und (3) deskriptive Untersuchungen *beschreiben* die Grundgesamtheit potenzieller Untersuchungsobjekte.²⁰

Dem pragmatischen Wissenschaftsverständnis folgend wird in dieser Arbeit eine primär explorative, qualitativ ausgerichtete Forschungskonzeption verwendet. "Indem der Explorationsprozess dokumentiert, reflektiert und bewertet wird, kann er in den Bereich der Wissenschaftlichkeit verlagert werden, der im Wesentlichen durch methodisch angeleitetes und kritisierbares Vorgehen charakterisiert ist [...]."²¹ Dazu wird im Folgenden der **Forschungsansatz** näher erläutert, welcher als Aktionsplan sicherstellt, ausgehend von den Forschungsfragen zu validen Schlussfolgerungen zu gelangen. Datenerhebung, Analyse und Interpretation können dadurch zielgerichtet im Sinne der Forschungsfragestellung erfolgen.²² Für diese Arbeit wurde der Ansatz der Fallstudienforschung gewählt. Die Wahl der geeigneten Forschungsstrategie hängt nach Yin von (1) der Art der Forschungsfrage, (2) davon, inwieweit der Forscher Einfluss auf den Forschungsgegenstand hat, und (3) vom Fokus auf primär historische oder aktuelle Forschungssachverhalte ab.²³ Die Fallstudie als Forschungsstrategie gilt dann als besonders geeignet, wenn das Vorhaben die Frage nach dem "Wie" und "Warum" aktueller Ereignisse stellt und nahezu kein Einfluss auf das Verhalten der Untersuchungseinheit ausgeübt wird.²⁴ Das Forschungsvorhaben stellt das "Wie" und "Warum" von Informal Private Debt in den Vordergrund der Untersuchung. Ein Einfluss des Forschers auf Motive, Zielsetzungen und das Verhalten der zu untersuchenden Akteure kann nahezu ausgeschlossen werden. Darüber hinaus bietet sich die Fallstudienforschung in einem frühen Forschungsstadium an oder wenn es darum geht, neue Perspektiven in ein bereits erforschtes Gebiet einzubringen.²⁵ In dieser Hinsicht werden unter Berücksichtigung aller problemrelevanten Theorien neue Einblicke in den betrachteten Untersuchungsgegenstand eröffnet. Daher eignet sich die Fallstudienmethode als Forschungsansatz für dieses Vorhaben in besonderer Weise.

¹⁸ Vgl. Mayring, Philipp (1990), S. 3ff.

¹⁹ Vgl. Lamnek, Siegfried (1988), S. 204.

²⁰ Vgl. Bortz, Jürgen und Döring, Nicola (2003), S. 360 und S. 112ff.

²¹ Bortz, Jürgen und Döring, Nicola (2003), S. 358.

²² Vgl. Yin, Robert K. (2003), S. 20f.

²³ Vgl. Yin, Robert K. (2003), S. 5.

²⁴ Vgl. Yin, Robert K. (2003), S.6ff.

²⁵ Vgl. Eisenhardt, Kathleen M. (1989), S. 548 und Meyer, Jörn-Axel (2003), S. 478.

Die Fallstudienforschung ist in der wissenschaftlichen Diskussion allerdings nicht unumstritten. Zwar sind qualitative Forschungsstrategien in der Betriebswirtschaftslehre als angewandter Wissenschaft zunehmend anerkannt und finden regen Zuspruch. Insbesondere aber die Fallstudie ist auf Grund der relativ geringen Formalisierung und des Missbrauchs insbesondere innerhalb von Dissertationen als Forschungsstrategie vom reinen "Storytelling", von "Teaching Case Studies" und anderen nicht wissenschaftlichen Anwendungen deutlich abzugrenzen.²⁶ Deshalb folgt diese Arbeit der Definition von Yin, der die Fallstudie als umfassende Forschungsstrategie charakterisiert.²⁷ Er definiert die Fallstudie wie folgt:

"1. A case study is an empirical inquiry that

- investigates a contemporary phenomenon within its real-life context, especially when
- the boundaries between phenomenon and context are not clearly evident. [...]

2. The case study inquiry

- copes with the technically distinctive situation in which there will be many more variables of interest than data points, and as one result
- relies on multiple sources of evidence, with data needing to converge in a triangulating fashion, and as another result
- benefits from the prior development of theoretical propositions to guide data collection and analysis."²⁸

Aufbauend auf dieser Definition wird die Berücksichtigung der wissenschaftlichen Gütekriterien, an denen sich die erarbeiteten Forschungsergebnisse messen lassen wollen, im Folgenden näher erläutert. Der in Punkt 1 angesprochene Untersuchungsumfang bezieht sich auf komplexe Sachverhalte, die nicht von ihrem Kontext, ihrem Umfeld bzw. der jeweiligen Situation zu trennen sind. In Punkt 2 wird deutlich, dass die Fallstudienforschung gerade da ansetzt, wo rein quantitativ-statistische Ansätze technisch an Ihre Grenzen gelangen. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn die Anzahl der Variablen zu groß und/oder ihre Wirkung zu komplex wird, um sie in Modelle zu fassen.²⁹ Ein weiterer Vorteil der Fallstudienforschung liegt im Rückgriff auf eine Vielzahl quantitativer und qualitativer Datenquellen, die im Rahmen der Triangulation³⁰ zu einem neuen Ergebnis zusammengeführt werden können. Durch das theoriegeleitete Vorgehen nimmt der Fallstudienansatz nach Yin im Kontinuum

²⁶ Vgl. Perry, Chad (2001), S. 303f, Yin, Robert K. (1981), S. 58f sowie Göthlich, Stephan E. (2003), S. 2f.

²⁷ Vgl. Bruns Jr., William J. (1989), S. 157.

²⁸ Yin, Robert K. (2003), S. 13f.

²⁹ Vgl. Remenyi, Dan; Money, Arthur, et al. (2002), S. 5.

³⁰ Aus dem lat. (Dreiecksaufnahme), d.h. Vergleich, kritische Gegenüberstellung unterschiedlicher Quellen, Interpretieren, Theorieansätze und Methoden in mehreren Analyseegängen; vgl. Mayring, Philipp (1990), S. 106 sowie Bortz, Jürgen und Döring, Nicola (2003), S. 370.

zwischen Deduktion und Induktion eine zentrale Position ein.³¹ Hinsichtlich der Theorieverwendung unterscheidet sich diese Vorgehensweise deutlich von den Verfechtern der "Grounded Theory", die ein vorwiegend induktives Vorgehen fordern.³²

Zur prozessualen Qualitätssicherung der erarbeiteten Forschungsergebnisse orientiert sich diese Arbeit weitestgehend an den Vorgehensvorschlägen von Yin³³, durch die den strengen Anforderungen der wissenschaftlichen Gütekriterien *Objektivität* (1), *Validität* (2) und *Reliabilität* (3) bestmöglich Rechnung getragen werden soll.

Die Einhaltung des Kriteriums *Objektivität* (1), d.h. Freiheit von Willkür, Werturteilen, Weltanschauungen und Beliebigkeit, ist bei qualitativen Forschungsmethoden trotz beabsichtigter subjektiver Interpretationen zu gewährleisten, indem man die Forschungsarbeit intersubjektiv nachvollziehbar macht.³⁴ Zuerst soll daher das Vorverständnis des Forschers expliziert werden, um den Einfluss überprüfbar zu machen.³⁵ Der Verfasser ist sich der Gefahr bewusst, durch seine Berufspraxis als Unternehmensberater mit dem Schwerpunkt Restrukturierung eine gewisse Voreingenommenheit bei Interpretationen zu erhalten. Diese Gefahr soll zum einen durch eine bewusste Offenheit gegenüber anderen möglichen Interpretationen, zum anderen aber durch eine lückenlose und transparente Herleitung der Schlüsse reduziert werden.³⁶

Hinsichtlich der *Validität*³⁷ (2) wird nach Konstruktvalidität, interner und externer Validität unterschieden. Die Konstruktvalidität gilt als erfüllt, wenn geeignete Messgrößen für den betrachteten Untersuchungsgegenstand herangezogen werden. Diesem Anspruch wird in der Arbeit Rechnung getragen, indem sich der Verfasser einen breiten Zugang zum betrachteten Forschungsgegenstand verschafft. Deshalb werden nach einer angemessenen Festlegung des Untersuchungsgegenstands zunächst die spezifischen Rahmenbedingungen im Umfeld der Unternehmensfinanzierung in Deutschland untersucht. Unter Verwendung von Presseberichten, Unternehmensmeldungen sowie einer umfangreichen empirischen Untersuchung von hinterlegten Verkaufs- bzw. Emissionsprospekten unternimmt der Verfasser den Versuch, möglichst das gesamte Spektrum der Emissionen bzw. Emittenten zu erfassen und einen breiten Überblick über die relevanten Aspekte von Informal Private Debt zu erarbeiten. Dabei

³¹ Vgl. Göthlich, Stephan E. (2003), S. 7; zu den Begriffen Induktion (Schließen vom Besonderen auf das Allgemeine) und Deduktion (Schließen vom Allgemeinen auf das Besondere) und der Diskussion siehe auch Lueger, Manfred (2001), S. 229ff.

³² Vgl. Eisenhardt, Kathleen M. (1989), S. 533f und die darin enthaltenen Verweise.

³³ Vgl. Yin, Robert K. (1993), , Yin, Robert K. (2003), S. 19ff.

³⁴ Vgl. Göthlich, Stephan E. (2003), S. 13.

³⁵ Vgl. Mayring, Philipp (1990), S. 17.

³⁶ Hierbei wird dem Vorschlag gefolgt, sich am Gutachtenstil der Juristen im Sinne einer dichten Beweisführung zu orientieren. Vgl. Göthlich, Stephan E. (2003), S. 11.

³⁷ Vgl. Göthlich, Stephan E. (2003), S. 13; zum Begriff der Validität siehe auch Balderjahn, Ingo (2003), S. 130ff.

werden die Positionen im Sinne der Triangulation kritisch hinterfragt, um auch den jeweiligen Blickwinkel der Quellen erfassen und interpretieren zu können.

Der Frage nach der internen Validität, der Bildung korrekter Ursache-Wirkungs-Schlüsse, wird dadurch Rechnung getragen, dass im Sinne der Dialektik gegensätzliche Interpretationsmöglichkeiten zugelassen und expliziert werden, um die Urteilsbildung transparent zu machen. Dem Leser ist damit die Entscheidung freigehalten, den Interpretationen des Verfassers zu folgen oder aber Kritik zu üben. In Fragen der externen Validität, d.h. der Generalisierbarkeit der Forschungsergebnisse, tritt an die Stelle der statistischen Generalisierbarkeit quantitativer Methoden bei qualitativen Ansätzen die analytische oder argumentative Generalisierbarkeit.³⁸ Um den Anforderungen nach externer Validität ausreichend Rechnung zu tragen, wird in dieser Arbeit der theoretischen Analyse ein hoher Stellenwert zugemessen. Alle dem Verfasser relevant erscheinenden Theorien werden bewusst in Augenschein genommen, um daraus durchaus gegensätzliche vorläufige Thesen zu bilden, die den empirischen Befunden gegenübergestellt werden können.³⁹ Neben der traditionellen Finanzierungstheorie werden dazu insbesondere marketingtheoretische bzw. verhaltenswissenschaftliche Aspekte der Finanzierung beleuchtet. Dennoch sind dem Verfasser Einschränkungen hinsichtlich der Generalisierbarkeit der im Rahmen der Einzelfallstudie erarbeiteten Forschungsergebnisse bewusst, werden aber zu Gunsten der Generierung tiefgreifenderer Erkenntnisse unter "[...] Rückgriff auf den Fall in seiner Ganzheit und Komplexität [...]"⁴⁰ in Kauf genommen.⁴¹ Zu den Vorkehrungen innerhalb der Datensammlung und -analyse der Einzelfallstudie wird auf die methodischen Vorbemerkungen in Abschnitt 5.1 verwiesen.

Zur Erhöhung der *Reliabilität* (3), d.h. der Verlässlichkeit der Untersuchung, welche sich durch eine Replizierbarkeit der Untersuchung auszeichnet, werden alle verwendeten Primär- und Sekundärmaterialien sowohl in einer Datenbank als auch physisch abgelegt, um sie ggf. Dritten zugänglich zu machen.⁴² Da bei Fallstudien aber generell der Untersuchungsgegenstand in seinem spezifischen Kontext untersucht wird – und damit stark von der jeweiligen Situation und dem Umfeld abhängt –, müssen Einschränkungen auch hinsichtlich der Reliabilität in Kauf genommen werden.

³⁸ Vgl. Darke, Peta; Shanks, Graeme G., et al. (1998), S. 278.

³⁹ Vgl. Yin, Robert K. (2003), S. 31ff.

⁴⁰ Mayring, Philipp (1990), S. 28.

⁴¹ Zur Generalisierbarkeit von Fallstudien vgl. Macpherson, Ian; Brooker, Ross, et al. (2000), S. 52. Nach Eisenhardt gibt es zwar keine ideale Anzahl einzubeziehender Fälle. In der Abwägung zwischen Validität und Komplexität wird aber eine Anzahl von 4-10 Fällen vorgeschlagen. Vgl. Eisenhardt, Kathleen M. (1989), S. 545 und Eisenhardt, Kathleen M. (1991), S. 621f.

⁴² Vgl. Yin, Robert K. (2003), S. 38f.

Das gewählte Vorgehen der Einzelfallstudie kann zusammenfassend als mehrstufiger, primär explorativer und qualitativer Forschungsansatz charakterisiert werden, welcher induktive und deduktive Elemente enthält und auf einer Vielzahl von quantitativen und qualitativen Datenquellen basiert. Im Überblick werden der Forschungsansatz sowie die verwendeten Quellen in Abbildung 1 dargestellt.

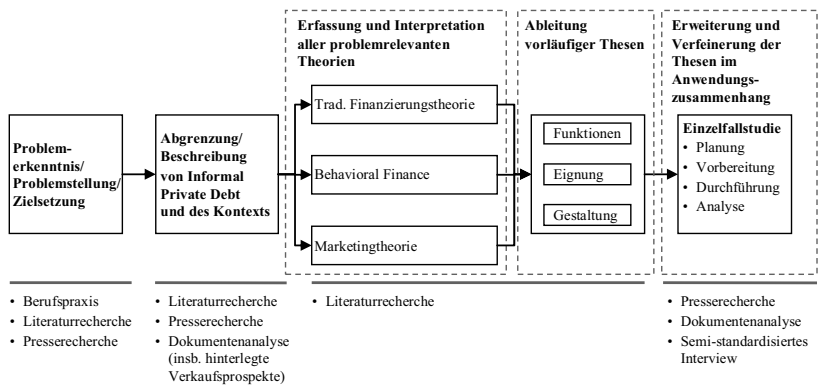


Abbildung 1: Überblick über Forschungsvorgehen und Datenquellen⁴³

1.3 Aufbau der Arbeit

Die vorliegende Arbeit ist in sechs Kapitel gegliedert.⁴⁴ Im *ersten Kapitel* wurden bislang nach Darstellung von Problemstellung und Zielsetzung dieser Arbeit die wissenschaftstheoretische Einordnung sowie das Forschungsvorgehen erläutert.

Im *zweiten Kapitel* wird nach grundlegenden begrifflichen Abgrenzungen eine Definition des Untersuchungsgegenstands Informal Private Debt erarbeitet. Im Anschluss werden die relevanten spezifischen Rahmenbedingungen und deren Veränderungen im Umfeld der Unternehmensfinanzierung dargestellt. Die Auswirkungen des Wandels der Finanzierungsmärkte sollen dem Leser den Entstehungszusammenhang von Informal Private Debt vergegenwärtigen und mögliche begünstigende Einflüsse für die Entstehung von Informal Private Debt aufzeigen.

Im *dritten Kapitel* wird ein Überblick über die bisherigen Informal-Private-Debt-Transaktionen in Deutschland entwickelt. Dieser wird insbesondere durch die Untersuchung der Verkaufsprospekte der bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hinterlegten Informal-Private-Debt-Emissionen deutscher Emittenten im Zeitraum zwischen

⁴³ Eigene Darstellung.

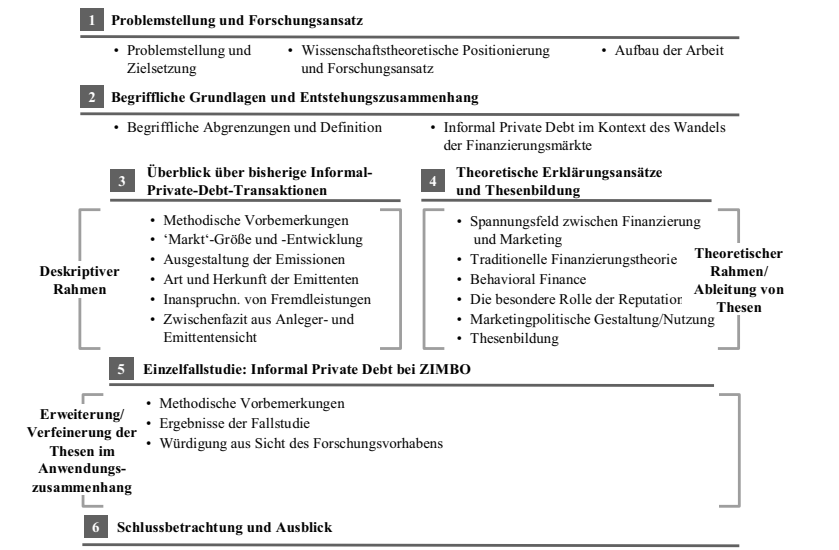
⁴⁴ Siehe hier und im Folgenden Abbildung 2.

Anfang Juli 2000 und Ende Februar 2006 erarbeitet. Der Überblick über die Informal-Private-Debt-Emissionen zeigt das gesamte Spektrum der Emissionen sowohl hinsichtlich der Ausgestaltung der Emissionen als auch hinsichtlich Art und Herkunft ihrer Emittenten sowie der Inanspruchnahme von Fremdleistungen auf. Das Kapitel schließt mit einem Zwischenfazit aus Emittenten- und Anlegersicht und bildet damit den Ausgangspunkt der weiteren theoretischen Auseinandersetzung.

Auf Grundlage der bis dahin primär deskriptiven Darstellung von Informal Private Debt werden im *vierten Kapitel* alle problemrelevanten theoretischen Erklärungsansätze untersucht und vorläufige Thesen zu den zentralen Fragen der Untersuchung nach den Funktionen, der Eignung für und Gestaltung von Informal Private Debt gebildet. Die Gegenüberstellung der theoretischen Erkenntnisse mit den Ergebnissen der empirischen Untersuchung erfasst, strukturiert und systematisiert die betrachteten Aspekte von Informal Private Debt im Spannungsfeld zwischen Finanzierung und Marketing.

Im *fünften Kapitel* wird der Untersuchungsgegenstand in seinem realen Kontext im Rahmen der Einzelfallstudie untersucht. Zunächst werden dazu methodische Vorbemerkungen zu Auswahl und Vorgehen bei der Datenerhebung und Analyse dargelegt, um die Stringenz der Untersuchung zu unterstützen und die wissenschaftliche Güte der Ergebnisse zu erhöhen. Den Mittelpunkt dieses Kapitels bildet die Darstellung der Ergebnisse der Fallstudie, in der sowohl zwei laufende Informal-Private-Debt-Transaktionen als auch eine weitere geplante Informal-Private-Debt-Emission näher beleuchtet werden. In die Ausführungen werden Hintergründe und Zielsetzungen ebenso wie die Gestaltung, die beteiligten Akteure und der Investmentprozess einbezogen. Ziel der Darstellung ist die Verfeinerung, Erweiterung oder ggf. das Verwerfen der vorläufig gebildeten Thesen zu Funktionen, Eignung und Gestaltung von Informal Private Debt. Den Abschluss dieses Kapitels bildet die kritische Auseinandersetzung mit den Ergebnissen aus Sicht des gesamten Forschungsvorhabens.

Das *sechste Kapitel* bietet eine zusammenfassende Darstellung der zentralen Ergebnisse dieser Arbeit. Neben der Würdigung des Erkenntnisgewinns wagt der Verfasser im Rahmen der Schlussbetrachtung einen Ausblick auf die künftige Bedeutung von Informal Private Debt.

Abbildung 2: Überblick über den Aufbau der Arbeit⁴⁵⁴⁵

Eigene Darstellung.