

## Faculty of Economics and Business Administration hosts American-African-European Summer School

in memory of Kanyisa Clive Buxeka

by Andreas Taffertshofer



Field trip to Hellerau

The Faculty of Economics and Business Administration at Chemnitz University of Technology (TUC) is proud to have hosted the seventh American-African-European (AAE) Summer School in September 2013. The topic of the 2013 AAE Summer School was: Formal and Informal Economies in a Globalized World. In addition to TUC's Faculty of Economics and Business Administration, the Faculty of Human Resources Management at the University of KwaZulu-Natal (UKZN), Durban, and the School of Economic & Business Sciences at the University of the Witwatersrand (Wits), Johannesburg, both took part in the Summer School.

Having annually been held since 2007, the AAE Summer School is part of the internationalization strategy of the Faculty of Economics and Business Administration at the TUC. This importance has also been reflected by the financial and ideological support not only on behalf of Dean Prof. Silke Hüsing, representing the faculty, but also by our TUC Rector Prof. Arnold van Zyl. With his South African heritage, Prof. van Zyl has always been very supportive of the AAE summer schools. The DAAD (German Academic Exchange Program) has also recognized its value and again provided the Summer School with substantial financial fun-

ding. As a result, 24 students were able to participate in the two week program consisting of interactive classes and lectures combined with field trips, cultural events and sight-seeing.

### Getting started

After arriving at the Dresden Airport, the guests from South Africa were taken to Chemnitz by grace of local students. After an informal city rally and a campus tour organized by Birgit Körfer, a TUC student assisting the organizational team, the official opening started with moderation by Tina Obermeit. Afterwards Prof. Silke Hüsing gave a warm welcome note to the delegates and introduced our faculty. The Vice-Rector for Research and Young Scien-

### In dieser Ausgabe

“Faculty of Economics and Business Administration hosts American-African-European Summer School“	
von A. Taffertshofer .....	1
“Europäisierung der Pharmakovigilanz“	
von A. Amler .....	4
“Kapitalstruktur und Finanzierungsverhalten deutscher nichtbörsennotierter Unternehmen“	
von R. Klipp .....	7
Zitate & Veranstaltungshinweise ..	12

tists at the TUC, Prof. Heinrich Lang, followed with a welcome address: "We are looking forward to getting in touch with different local and global perspectives from all over the world to further develop our own understanding of global contexts." Dr. Wolfgang Lambrecht, Head of TUC's International Office, introduced the internationalization strategies and efforts of the TUC.

A general introduction to the AAE Summer School program as well as this year's topic was given by PD Dr. Andrea Fried, founding member of AAE Summer School and member of the organizational team at the TUC. "Since 2007 we have had 162 participants, 40 organizing and accompanying lecturers and 75 lectures along with student presentations, field trips, course projects, company simulations and so on." Both Taahir Vajeth from UKZN and Dr. Michael Samuel from the Witwatersrand University stressed the strategic relevance and further potential of the collaboration based on the AAE Summer School for participating universities. "We should not only think about the exceptional teaching and learning experience enabled by the AAE Summer School, we should also see the great opportunities and the enduring contacts between the offers provided by participating institutions regarding research collaborations, joint publications, academic and student exchanges, parallel qualifications, etc.," said Mr. Vajeeth.

After the official greeting, the participating students gathered with the accompanying lecturers to introduce themselves and discuss their expectations.

The next day, the scientific framing of this year's AAE Summer School program was set. Therefore Prof. Friedrich Schneider from the University of Linz, Austria, was invited to give a keynote on formal and informal economies, particularly in Germany and South Africa. Prof. Schneider gave an enlightening review of extension, value added and consequences of informal economic actions. A vital discussion followed around the economic, political and societal value of informal economies.

But an economist's view on formal and informal actions only formed the starting point for the 7th AAE Summer School. In a following "project cafe" PD

Dr. Andrea Fried and Andreas Taffertshofer guided the participating students in developing six different course projects. These projects elaborated on the Summer School's sub-topics as they were: perspectives on leadership and innovation, human resources, diversity management, (micro-) political issues as well as aspects of management accounting and regulation of the recovering global finance system.

#### Working on sub-topics

Dr. Sascha Berger from the GL Group Hamburg and PhD alumnus of our faculty gave deep insights into informal practices in merger and acquisition projects. It turned out to be very clear that formal and informal mechanisms like legal contracts and personal trust, formal accountability and informal initiatives must be able to cooperate to form successful projects. Prof. Friedrich Thießen from the TUC added that it was at least in part mutual trust, not individual cheating, that caused the Global Financial Crisis in 2007. In accordance, Dean Prof. Silke Hüsing stressed the unintended political and ethical side-effects of rational taxation models by discussing formally legal but informally less legitimate cases of tax avoidance. An interesting guided tour and presentation by accountants at KOMSA AG in Hartmannsdorf covered the sub-topic on accounting and finance.

When it comes to recruiting, employment, promotion and other tasks of human resource management, the difference of formal organization and informal norms receives obvious relevance and is moreover related at the same time to both society and respective organizations. As a result of a student project by Anika Loth, Janett Kleeberg, Juliane Klot, Beatrice Nnamboze, Chrisbel Ncube, James Mhlope and Thato Phiri, it turned out that decisions in reference to recruiting and promotion are often influenced or even governed by informal rules, either in the societal environment or in the rest of the organization. The students believed, i.e., that a stereotypical "male" job is actually consistently given to male applicants and vice versa especially in South Africa. Furthermore, they experienced promotion as often being rooted in informal relations



*Kanyisa Clive Buxeka*

at the personal level. They mentioned that transparent formal HR procedures are often undermined by more informal interests, e.g. of executives' contact persons.

Dr. Michaela Wieandt-Ledebur from the ESCP Business School in Berlin presented case studies of recruiting practices of large multinational companies. In her role as the manager of a career service center, she has gained a lot of experience about the daily struggle of HR Managers to hold sway over the power of line managers and executives. Hence her lecture could add evidence to the assumption that formal HR procedures have to be regularly enforced against the erosion by informal societal or organizational rules.

Whereas for HR departments informality tends to be malicious in the field of entrepreneurship and innovation, informal behavior is usually most wanted and interpreted as an essential requirement of success. These findings were reflected by another student project by Asaad Manjoo, Jörg Müller and Nancy Grüner that elaborated on the value of informal economic activities in Germany and South Africa. For that matter, Asaad Manjoo from South Africa talked about the innovative potential of street vendors while German students focused more on non-bureaucratic behavior in formal organizations. In particular Jörg Müller, with rich experiences in the banking sector, presented vivid examples of bureaucratically impeded innovation processes.

Prof. Rainhart Lang gave a lecture on leadership values and worked inter-actively with all participants. Splitting



Keynote speaker Prof. Dr. Schneider (University of Linz / Austria)

into culturally homogenous groups produced culturally diverse profiles of leader characteristics that could be interestingly interpreted although they were of course not statistically significant. Formulation, discussion and reflection of participants' own values about leadership were nonetheless captivating experiences.

Since entrepreneurship and leadership can be seen as interpersonally shared capabilities, the enrichment of interpersonal characteristics by means of diversified staffing is also usually discussed as an enabling factor of flexibility, adaption and innovation. Dean Prof. Henry Wissink (UKZN) started with this positive connotation of diversity although he also gave room for critical voices. Unfortunately, history is full of examples where diversity was the cause of bad events. As a result, the students noticed that in order to unfold the desired effects of diversity, a certain amount of formal regulation and moderation is required.

A principle of the teaching concept of the AAE Summer School has always been to work with the experiences all participants bring in. The differences in experiences are always clearly coined by their respective national history. One of the most recent incidents in the history of South Africa is the Marikana miners' strike that took place in August 2012 during of which more than 40 people were killed. Dr. Michael Samuel (Wits) and his supervisee James Mhlope reflected on the strike in the light of current labor laws. Surprisingly the laws enable procedures for negotiating

wages and other relation conditions in industry quite similar to German regulations. However, in contrast to German industrial relations, in Marikana a large number of illegally employed workers were not protected by labor laws and therefore had no access to formal negotiations. Thus the illegally employed workers resorted to a wildcat strike. The discussion of the incidents in Marikana resulted in the findings that conflicts can be seen as case studies whether people ultimately trust more in formal or in informal institutions. Moreover, a crucial advantage of formal institutions may be the limitation of conflict resolution resources. Resorting to formal regulations usually avoids eruption of the sheer violence such as the Marikana workers suffered. "Our students as future professionals and managers should be aware of these differences if they are one day to balance their own formal and informal actions in global contexts," added Mr. Andreas Taffertshofer, member of the organizational team.

Parallels to the industrial history in Europe can easily be found here. During the industrialization period in the 19th century, masses of people moved out of their traditional social environments in search of new income opportunities in prospering factories. Like Marikana, most workers were lacking formal protections by effective labor laws. The resulting proletarianization raised the painfully urgent social question of how alienation and deprivation of the labor force could be resolved. Summer School participants visited Dresden Hellerau during a field trip to answer this still present question. The suburb was planned and constructed in the spirit of the 'garden city movement.' "The intention of communities integrating areas of production and reproduction has been realized here in Hellerau," explained Mrs. Renate Gerner, a Dresden city tour guide. Until today the garden city movement of Hellerau has been an example of how social needs can be addressed above and beyond state welfare formal social securities.

Political perspectives on formality and informality were finally discussed on a field trip to Dresden parliament of Saxony. Torsten Herbst, a member of parliament, talked about informal arrangements of (non-)interaction with the

NPD, a right-wing party in the Saxonian parliament.

Related to informal practices in politics, Chesarea Pillay, Chiara Partab, Keletso Letshoo, Maja Kuko and Marianne Lischka elaborated on the topic the ambivalent value of informality during the presentation of their course project. The operations of governmental intelligence agencies that are currently being debated have indeed been legitimated by formal regulations, but at the same time whistleblowers breaking formal rules have also provided a challenging democratic value. However, the thin line between sound political discussion and tinkering with conspiracy theories must be taken into consideration.

Economic and political perspectives were creatively combined in a short film produced by Clive Buxeka, Julianne Klot, Lungelo Msomi and Phangisa Matsebula as a course project. The plot was about a street vendor who founded his own coffee shop with the help of an official business development program. Unfortunately the formalization process failed because former customers on their way to work expected coffee to go on the street, not being willing to sit down in a coffee shop. In the happy end the vendor resettled to the street. The film makers wanted to show that formalization by municipal or state officials often follows a formal blueprint approach which doesn't match informal business models.

The question how value added by informal economic activities can effectively be formalized was directly addressed in a project presentation by Guy Wilding, Meda Chipeta, Peace Akure and Retabile Tsekedi. However, students developed concerns on how specific aspects and values of informal economic activities can be maintained in face of formalization processes. Thus the presentations of the projects very clearly related to questions Prof. Schneider had raised almost two weeks before in his keynote lecture. That the answers given by students exceeded the expectations of the prior keynote was one of the most amazing results of the course.

### Conclusions and outlook

It was a wonderful experience to have hosted the AAE summer school in Chemnitz again. Mutual inspiration

---

was not only given by the teaching program, but also by many cultural events such as the Berlin trip, climbing event, cooking and barbecue evenings and so on.

During the vivid discussions, several possible connections arose for future topics within the AAE summer school program. Among the reflections on the Marikana incident, claims were often made that management could have quite easily prevented the escalation by simply opening the negotiation process to illegally employed workers. Quite similar to the 2007 financial crisis, managers and executives are often blamed with greedy intentions. This reminds us of the current debate about the social responsibility of corporations and the respective management. Thus the question remains what corporate actors should and actually can do regarding social conditions in developed and developing countries. This could prove to be a topic for future AAE summer schools.

Dean Prof. Wissink and Dr. Michael Samuel announced that in 2014, the 8th annual AAE summer school will again jointly be hosted in South Africa by the University of KwaZulu-Natal, Durban

and the University of Witwatersrand, Johannesburg. We are all looking forward to continuing this inspiring program.

#### **Background**

The AAE summer school is an interdisciplinary and intercultural study program for master students from the University of KwaZulu-Natal in Durban, South Africa, the University of the Witwatersrand in Johannesburg, South Africa, the Chemnitz University of Technology in Germany and the University of Texas at El Paso, USA. The organizational team at the TUC consisted of PD Dr. Andrea Fried, Tina Obermeit and Andreas Taffertshofer. The AAE summer schools are thought of as an open program where other interested universities can also become a member and host students from all over the world in a unique setting.

#### **Acknowledgement**

The 7th AAE summer school was funded generously by the German Academic Exchange Program (DAAD), the Faculty of Economics and Business Administration and the Rectorate of the Chemnitz University of Technology,

the Wirtschaftswissenschaftliche Gesellschaft Chemnitz and the Freunde und Förderer der TU Chemnitz. Moreover, we express our sincere gratitude to our research fellows Steffi Schuhknecht and Birgit Körfer, Secretary of the Faculty Angelika Conti and many other academic and administrative colleagues of our faculty and the TUC who were able to support the summer school this year. Last but not least, we would like to thank all the participating students for their enthusiasm, knowledge and open mindedness that made the 7th annual AAE summer school such an outstanding experience.

#### **Information and contacts**

For more information visit our homepage: [www.aae-summer-school.org](http://www.aae-summer-school.org) or send an e-mail to PD Dr. Andrea Fried ([andrea.fried@wirtschaft.tu-chemnitz.de](mailto:andrea.fried@wirtschaft.tu-chemnitz.de)), or Tina Obermeit ([tina.obermeit@wirtschaft.tu-chemnitz.de](mailto:tina.obermeit@wirtschaft.tu-chemnitz.de)) or Andreas Taffertshofer ([Andreas.taffertshofer@wirtschaft.tu-chemnitz.de](mailto:Andreas.taffertshofer@wirtschaft.tu-chemnitz.de))

---

## **Europäisierung der Pharmakovigilanz**

*von Almut Amler*

***Bei dem vorliegenden Beitrag handelt es sich um eine Zusammenfassung der Dissertation zur Erlangung des akademischen Grades des Doctor rerum politicarum von Almut Amler. Die Dissertation „Europäisierung der Pharmakovigilanz“ ist im Verlag Dr. Kovac in der Reihe „Medizinrecht in Forschung und Praxis“ (Band 42) unter der ISBN-Nummer 978-3-8300-7470-0 erschienen, das Buch ist im Handel für 75,80 € erhältlich.***

### **I. Einleitung**

In der Dissertation wird der Weg von dem nationalen hin zu einem europäischen Pharmakovigilanzsystem beschrieben. Nach einer Darstellung der Grundlagen und Begrifflichkeiten wird in einem ersten Schritt das deutsche Pharmakovigilanzverfahren und seine Entwicklung unter den europäischen Einflüssen vorgestellt. Dabei wird detailliert auf die rechtlichen Grundlagen,

die beteiligten Stellen, das nationale Zulassungsverfahren sowie das Verfahren nach Zulassung eines Arzneimittels vor und nach der 16. AMG-Novelle eingegangen.

Der zweite große Teil beschäftigt sich gleichsam spiegelbildlich mit dem europäischen Pharmakovigilanzverfahren im Einzelnen, dem zentralen Zulassungsverfahren durch die Europäische Arzneimittel-Agentur sowie den Auswirkungen auf die nationalen Verfah-

ren der Mitgliedstaaten. Es werden die Grundbegriffe, die europäischen Rechtsakte und die rechtlichen Rahmenbedingungen sowie die verschiedenen Verfahren der Pharmakovigilanz auf europäischer Ebene erläutert.

### **II. Hauptteil**

Mit dem Vertrag von Maastricht im Jahre 1992 wurde erstmals ein Gesundheitsmandat für die EU definiert. Damit wurden der EU gemäß Art. 168 AEUV (Art. 152 EGV) Zuständigkeiten übertragen, um die öffentliche Gesundheit in den Mitgliedstaaten voranzubringen. Durch Förderung der Zusammenarbeit zwischen den Mitgliedstaaten und erforderlichenfalls durch

Unterstützung ihrer Tätigkeit leistet die EU seitdem einen Beitrag zur Sicherstellung eines hohen Gesundheitsschutzniveaus.

Ein Bereich der gesundheitsfördernden Ziele ist der Sektor Arzneimittel und Medikation, um die einzelstaatlichen Verfahren der Arzneimittelsicherheit (auch Pharmakovigilanz) anzugleichen. Dazu gehört die Überprüfung von Qualität, Wirksamkeit und Unbedenklichkeit von Arzneimitteln in der Anwendung beim Menschen. Wie ein Arzneimittel wirkt, lässt sich durch kontrollierte Studien im Rahmen des Zulassungsverfahrens relativ gut definieren. Das mit dem Arzneimittel einhergehende Risiko ist jedoch meist nur unzureichend bekannt. Welche unerwünschten Arzneimittelwirkungen auftreten können, lässt sich erst nach längeren Studien an einer großen Patientengruppe detaillierter erforschen. Gerade seltene oder sehr seltene Nebenwirkungen lassen sich nur auf diese Weise entdecken. Daher kommt der Pharmakovigilanz, welche die Überwachung der Arzneimittelsicherheit nach erfolgter Marktzulassung reguliert, ein sehr hoher Stellenwert zu. Auslöser für die Entwicklung und Installation von Pharmakovigilanzsystemen war der in den 1960er Jahren weltweit ausgelöste Contergan-Skandal.

Nach anfänglichen nationalen Pharmakovigilanzsystemen der Mitgliedstaaten entwickelte sich in den 1990er Jahren mit dem zentralen Zulassungsverfahren ein zusätzliches europäisches Pharmakovigilanzsystem. Die Europäische Arzneimittelagentur (EMA) wurde gegründet. Bereits in den 60er Jahren unterlag das nationale Recht steten europäischen Einflüssen. Mittels Verordnungen und Richtlinien erfolgte eine schrittweise Rechtsangleichung der Mitgliedstaaten.

Seit Inkrafttreten des Arzneimittelgesetzes 1976 erlebte dieses Gesetz nun die bereits 16. Novellierung. Die häufigen Änderungen sind Folge der europarechtlichen Harmonisierungsvorschriften. Mit der Richtlinie 2001/83/EG wurde ein Gemeinschaftskodex geschaffen, der in einem einzigen Rechtsakt alle Vorschriften, von der Genehmigung und der Herstellung über die Kennzeichnung bis hin zu Einstufung, Vertrieb und Werbung von Humanarzneimitteln zusammenfasst.

Die Entwicklung des europäischen Pharmakovigilanzsystems hat in den letzten Jahren eine extreme Dynamik angenommen. Die Rechtsangleichungen in den Mitgliedstaaten und Gründung einer Europäischen Arzneimittel-Agentur führten zu einer schrittweisen Europäisierung der Arzneimittelsicherheit.

Unter dem Begriff der Europäisierung wird in dieser Arbeit die Herausbildung und Entwicklung eines eigenständigen politischen Systems auf europäischer Ebene verstanden. Die Vielzahl von EU-Rechtsakten gleichen die ursprünglichen Pharmakovigilanzsysteme der Mitgliedstaaten nach europäischen Vorgaben an oder schrieben neue Verfahren vor. Dies führte zu einer langsamen, prozesshaften EU-Einbindung und dadurch zu einer intensiven und supranationalen Zusammenarbeit. Die Zulassungsverfahren und Sicherheitsüberwachung von Arzneimitteln wurden nach und nach harmonisiert. Diese Harmonisierung beeinflusst die nationalen Verwaltungen und administrativen Strukturen und führt zu einer Transformation bzw. Europäisierung der rechtlichen, strukturellen und praktischen Bereiche der Pharmakovigilanz.

Die EU-Institutionen reagierten sehr sensibel und zügig, wenn sich Schwachstellen in den Pharmakovigilanzvorschriften zeigten oder bestimmte Bereiche, beispielweise die Kinder- und Jugendarzneimittel, nicht ausreichend berücksichtigt wurden. Der aktuellen AMG-Novelle liegt der Fall des Arzneimittels „Mediator“ zugrunde, welches im Verdacht stand, allein in Frankreich für 500 bis 2.000 Todesfälle verantwortlich zu sein. Von den ersten Warnungen durch verschiedene französische Behörden bis zum Verbot des Medikaments zur Gewichtsreduktion bei Diabetes Mellitus Typ II im Jahre 2009 vergingen mehr als zehn Jahre.

Bereits 2003 verzichtete der Hersteller Servier darauf, die Lizenzen für den „Mediator“-Wirkstoff Benfluorex in Spanien und Italien zu erneuern. Aufgrund der damals unzureichenden Regeln kam es nicht zu einer unabhängigen Untersuchung. Diese Regelungslücken sollen mit der aktuellen Gesetzgebung behoben werden.

Einerseits war Untersuchungsgegenstand der Arbeit, die schrittweise Eu-



*Almut Amler hat an der Juristischen Fakultät der Universität Leipzig studiert und 2012 mit dem 1. Staatsexamen abgeschlossen. Seit November 2012 ist sie Rechtsreferendarin am Landgericht Leipzig.*

ropäisierung der Pharmakovigilanz nachzuvollziehen und darzustellen. Andererseits waren die Wirkungen der Europäisierung bezüglich eines verbesserten Gesundheits- und Sicherheitsniveaus im Bereich der Arzneimittelsicherheit zu analysieren.

Zweifelsohne hat sich die Arzneimittelsicherheit in den letzten Jahrzehnten durch kontinuierliche Weiterentwicklung der Verfahren, Kontrollen und Harmonisierung erhöht. Zahlreiche Marktrücknahmen der letzten Jahre (u.a. Rofecoxib, Rimonabant, Nefazodon) unterstreichen die hohe Bedeutung und Notwendigkeit der Spontanerfassungssysteme in den Mitgliedstaaten, zentral gesteuert über die EMA.

In den letzten Jahren haben Arzneimittelsicherheits-Zwischenfälle gezeigt, dass eine Rechtsangleichung notwendig war, da die verschiedenen nationalen Pharmakovigilanzsysteme nicht mit einheitlichen Schutzniveaus agierten. Dies wirkte der europäischen Gesundheitspolitik und einem funktionierenden Binnenmarkt entgegen. Ebenso war eine uneingeschränkte gemeinsame Nutzung von Unbedenklichkeitsdaten mangels zentralisierter Stellen nur schwer möglich.

Die Entscheidungskompetenzen der nationalen Zulassungsbehörden verlagern sich immer mehr auf die EMA und deren Ausschuss für Risikobewertung, das Pharmacovigilance Risk Assess-

ment Committee, das auch die nationale Expertise umfasst. Auch in der Zukunft wird das System der europäischen Pharmakovigilanz immer weiter ausgebaut. Dies liegt vor allem an der zu prognostizierenden zunehmenden Bedeutung der zentralen Zulassungsverfahren über die EMA, da dadurch mit nur einer Zulassung der Zugang zum gesamten EU-Binnenmarkt ermöglicht wird und damit teilweise noch „junge“ Wirkstoffe auf eine große Zahl von Patienten treffen. Gerade in dieser Situation ist ein gezieltes, schnelles und koordiniertes Pharmakovigilanzsystem notwendig, um Meldungen über unerwünschte Arzneimittelwirkungen einordnen zu können und bei Bedarf die richtigen Maßnahmen zu ergreifen.

Die jüngsten Rechtsakte der Union verfolgten die Schaffung eines effektiven Risikomanagements mit dem Ziel, den größtmöglichen Nutzen eines Wirkstoffes bei geringstem Risiko zu erreichen. Der Begriff des Risikos wird durch den Gesetzgeber nicht mehr isoliert verstanden, sondern steht immer in enger Verbindung zum Nutzen. Bisherige Pharmakovigilanzaktivitäten wurden erweitert und zunehmend harmonisiert, um durch die Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten den europäischen Markt zu stärken und den Bereich der Arzneimittelsicherheit zu verbessern. Das aktuelle Handeln der Europäischen Arzneimittelagentur im Fall des Herstellers Roche signalisiert, dass die bereits installierten Mechanismen Wirkung zeigen. Bei einer Routineprüfung des Pharmakovigilanzinspektors im pharmazeutischen Herstellungswerk Roche wurden bei 19 Arzneimitteln Mängel in der Übermittlung von unerwünschten Arzneimittelwirkungen festgestellt.

### **III. Ergebnis**

Als Ergebnis dieser Arbeit lässt sich festhalten, dass das deutsche Pharmakovigilanzsystem von Anbeginn auch immer ein europäisches System war.

Es gab Bestrebungen wie die Meldung unerwünschter Arzneimittelwirkungen an die Bundesoberbehörden, den Stufenplan, den Rote-Hand-Brief und die Gründung von Pharmakovigilanzzentren, welche sich anfänglich unabhängig von Unionsrechtsakten in Deutschland etablierten.

Die wesentlichen Instrumente, die in den Mitgliedstaaten zur Arzneimittelsicherheit eingerichtet wurden, basieren jedoch auf Unionsrecht, beginnend mit der Grundrichtlinie 65/65/EWG des Rates vom 26. Januar 1965 zur Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften über Arzneispezialitäten.

Die Einrichtung von Datenbanken, die Förderung von Kinder- und Jugendarzneimitteln, die Pharmakovigilanzinspektionen sowie eine Vielzahl von Verwaltungsvorschriften und Kontrollmechanismen zur Arzneimittelsicherheit stellen heute das Herzstück der europäischen Pharmakovigilanz dar und ermöglichen ein europaweites hohes Niveau im Gesundheitsschutz.

Die nationalen Spontanmeldesysteme und Datensammlungen der Bundesoberbehörden bleiben in ihrer Funktion bestehen, um den nationalen Pharmakovigilanzbereich zu überwachen, doch werden ihre Abläufe zusätzlich nach EU-Vorgaben erweitert. Die nationalen Behörden leiten diese Daten an die EMA weiter, um die Sicherheitssignale auf europäischer Ebene zu beurteilen, Maßnahmen anzupassen und umzusetzen. Es ist davon auszugehen, dass auch künftig die nationalen Pharmakovigilanzsysteme erhalten bleiben. Das Spontanmeldeverfahren, das Stufenplanverfahren oder die Pharmakovigilanzzentren sind wichtige Instrumente, um die Arzneimittelsicherheit in Deutschland weiter auszubauen und zu gewährleisten. Auch die Öffentlichkeitsarbeit der obersten Bundesbehörden ist unverzichtbar für die Information, Aufklärung und Schaffung von Transparenz der Pharmakovigilanzmaßnahmen für die BürgerInnen.

Ob das Ziel der Kosteneinsparung für die Gesellschaft durch ein verbessertes europäisiertes Pharmakovigilanzsystem erreicht wurde, lässt sich erst in einigen Jahren feststellen, wenn die Zahlen der durch Nebenwirkungen verursachten stationären Behandlungen oder längeren Krankenhausaufenthalte verglichen werden können. Trotz schneller Harmonisierungsbestrebungen in den letzten Jahren zeigten die Mediator-Fälle in Frankreich, dass ein umfassender Schutz immer noch nicht erreicht wurde. Um diese Lücken im Pharmakovigilanzsystem zu schließen, stehen nun die kürzlich erlassene Richtlinie 2012/26/EU und die Verordnung

(EU) Nr. 1027/2012 als aktuelle Rechtsakte der EU „in den Startlöchern“, d.h. müssen in das mitgliedstaatliche Recht umgesetzt bzw. einbezogen werden. Der Katalog der Arzneimittel, der automatisch zur zusätzlichen Überwachung aufgestellt wurde, soll zur Erleichterung der Überwachung und zum verbesserten Patientenschutz ausgeweitet werden.

Die vollständige Umsetzung und Wirkung dieser Maßnahmen wird erst ab Mitte des Jahres 2013 erfolgen. Es bleibt also abzuwarten, ob die zusätzlichen Mechanismen der neuen Transparenz- und Informationspflichten die noch mangelhaft ausgebauten Bereiche in der europäischen Pharmakovigilanz wirksam ergänzen können.

Die Kosten der Pharmakovigilanz werden von den Herstellern getragen. Es muss berücksichtigt werden, dass die ansteigenden Kosten nicht zu einer Überlastung der Pharmazeuten führen und damit die Forschung an neuen innovativen Medikamenten verhindern. Zu den aktuellen Herausforderungen gehört es, Medikamente gegen die Alzheimer-Demenz zu entwickeln, welche in den nächsten Jahren durch die zunehmend hohe Lebenserwartung neben dem auf Fettleibigkeit zurückzuführenden Diabetes Typ 2 die dominierende Erkrankung in Deutschland sein wird.

Auch wenn das europäische Pharmakovigilanzsystem sich noch im Ausbau befindet und zukünftig weiterhin an neue Umstände angepasst werden muss, lässt sich feststellen, dass mit der Gründung der EMA und Einbindung der nationalen Behörden in ihre Arbeit sowie der erfolgten Rechtsangleichung der Mitgliedstaaten über die Verwaltungs- und Verfahrensabläufe des Bereichs Pharmakovigilanz, als Teilbereich der europäischen Gesundheitspolitik, europäisiert ist und damit das Schutzniveau der öffentlichen Gesundheit in der EU deutlich angehoben wurde.

---

# Kapitalstruktur und Finanzierungsverhalten deutscher nicht-börsennotierter Unternehmen

von Rainer Klipp

*Bei dem vorliegenden Beitrag handelt es sich um eine Zusammenfassung der Dissertation zur Erlangung des akademischen Grades des Doctor rerum politicarum von Rainer Klipp.*

## Einordnung des Themas

Welche Faktoren beeinflussen das Finanzierungsverhalten von Unternehmen? Beeinflussen Finanzierungsentscheidungen den Unternehmenswert? Trotz intensiver Forschung und kontroverser Debatten besteht in der theoretischen und empirischen Literatur der Unternehmensfinanzierung nach wie vor kein Konsens, wie diese Fragen zu beantworten sind.

1958 stoßen Modigliani und Miller mit ihrer Irrelevanzbehauptung die moderne wissenschaftliche Debatte zu diesem Thema an. Sie zeigen, dass unter den theoretischen Bedingungen eines vollkommenen Kapitalmarkts der Kapitalstruktur – also der von Unternehmen eingesetzten Kombination von Eigen- und Fremdkapital zur Finanzierung ihrer Investitionen – keine wert-schaffende Wirkung zukommt.

Die Arbeit von Modigliani/Miller löst eine Welle weiterer Studien aus, deren gemeinsames Ziel es ist, zunächst durch Verletzung der restriktiven Annahmen, später auf andere Weise, nachzuweisen, dass unternehmerische Finanzierungsmaßnahmen in der Realität von großer Relevanz sind. Folgende ökonomische Treiber oder Motive werden in der Folge identifiziert:

- Unternehmen<sup>1</sup> versuchen, die *Steuervorteile der Fremdfinanzierung* und die mit steigendem Fremdkapitalanteil ansteigenden *erwarteten Insolvenzkosten* in einen wertmaximierenden Ausgleich zu bringen (*klassische Trade-off-Theorie*),
- bei *ex post Informationsasymmetrien (Verhaltensunsicherheit)* versuchen Unternehmen, die *Agency-Konflikte* zwischen den verschie-

denen an dem Unternehmen beteiligten Anspruchsgruppen zu mäßigen und so die Agency-Kosten zu reduzieren (*Agency-Perspektive, integrierte Trade-off-Theorie*),

- bei *ex ante asymmetrisch verteilten Informationen (Qualitätsunsicherheit)* versuchen Unternehmen, die privaten Informationen des Managements wirksam zu signalisieren (*Signalling-Modelle*) und die Kosten aus Adverse Selection/ eines Unterinvestitionsproblems zu reduzieren oder zu vermeiden (*Pecking-Order-Theorie*).

Insgesamt hat die Wissenschaft in fünfzig Jahren intensiver Forschung aus einer Vielzahl möglicher Motive eine ebenso große Vielzahl teilweise komplementärer, teilweise konkurrierender Modelle entwickelt. Jedes dieser Modelle liefert einen kontextabhängigen Erklärungsbeitrag. Die durch die jeweilige Theorie betonten Einflussfaktoren sind für bestimmte Unternehmen in bestimmten Situationen relevant, für andere hingegen nicht.

Die Vielzahl der aus der theoretischen Forschung entwickelten Erklärungsansätze und Modelle drängt auf eine empirische Überprüfung und Bewertung. Trotz anhaltender Forschungsbemühungen ist der Stand des gesicherten Wissens bisher jedoch unbefriedigend. Zwar besteht Konsens über die grundsätzliche Relevanz der Kapitalstruktur, keine der verfügbaren Theorien kann jedoch alle empirisch nachgewiesenen Effekte erklären; teilweise gibt es deutliche Widersprüche. Unter welchen Bedingungen genau welche Theorie oder welche Kombination von Theorien anwendbar ist, ist erst ansatzweise geklärt.

## Ziel der Arbeit

Ziel dieser Arbeit ist es, den Kenntnisstand über die Bestimmungsfaktoren

des Finanzierungsverhaltens von Unternehmen zu erweitern. Dies erfolgt in *zweierlei* Hinsicht:

*Zum einen* werden durch eine eigene empirische Untersuchung neue Erkenntnisse über das Finanzierungsverhalten und die dahinterliegenden ökonomischen Treiber und Motive *nicht-börsennotierter deutscher Unternehmen* herausgearbeitet und die entsprechende Lücke in der empirischen Faktenbasis geschlossen.

*Zum anderen* werden aus den Ergebnissen der eigenen empirischen Untersuchung neue Erkenntnisse bezüglich der kontextabhängigen Gültigkeit und allgemeinen Relevanz der überwiegend deduktiv hergeleiteten, konkurrierenden Kapitalstrukturtheorien bzw. der Einzelbausteine dieser Theorien erarbeitet. Einen wichtigen Beitrag leistet hierbei der direkte Vergleich börsennotierter und privater Unternehmen. Aufgrund der ausgeprägten Unterschiede zwischen diesen beiden Unternehmenstypen können die Theorien unter Umständen überprüft werden, die signifikant von den meisten bisherigen empirischen Studien abweichen. Dies lässt spezielle Rückschlüsse auf die im Hintergrund wirkenden ökonomischen Treiber und damit auf die Relevanz der verschiedenen Theorien zu.

## Bedeutung nicht-börsennotierter Unternehmen

Nicht-börsennotierte Unternehmen sind in der öffentlichen Diskussion deutlich weniger präsent als ihre börsennotierten Pendanten. Sowohl in der Wissenschaft als auch in der Politik ist inzwischen jedoch weitestgehend anerkannt, dass (zumeist private) mittelständische Unternehmen eine wichtige oder sogar die zentrale Rolle in der wirtschaftlichen und sozialen Entwicklung eines Landes spielen.

Am Beispiel des der eigenen empirischen Untersuchung zugrundeliegenden Datensatzes lässt sich die Bedeutung dieses Unternehmenstyps deutlich aufzeigen. Von den 27,5 Tsd.

---

<sup>1</sup> Strikt gesehen trifft nicht „das Unternehmen“ diese Entscheidung, sondern das Management oder die Gesellschafter/Anteilseigner.

Anzahl der Unternehmen nach Bilanzsummengrößenklasse und Börsenstatus  
(Anzahl Unternehmen in Tausend, Anteil in %)

Anzahl der Unternehmen nach Börsenstatus  
(Anzahl Unternehmen in Tausend)

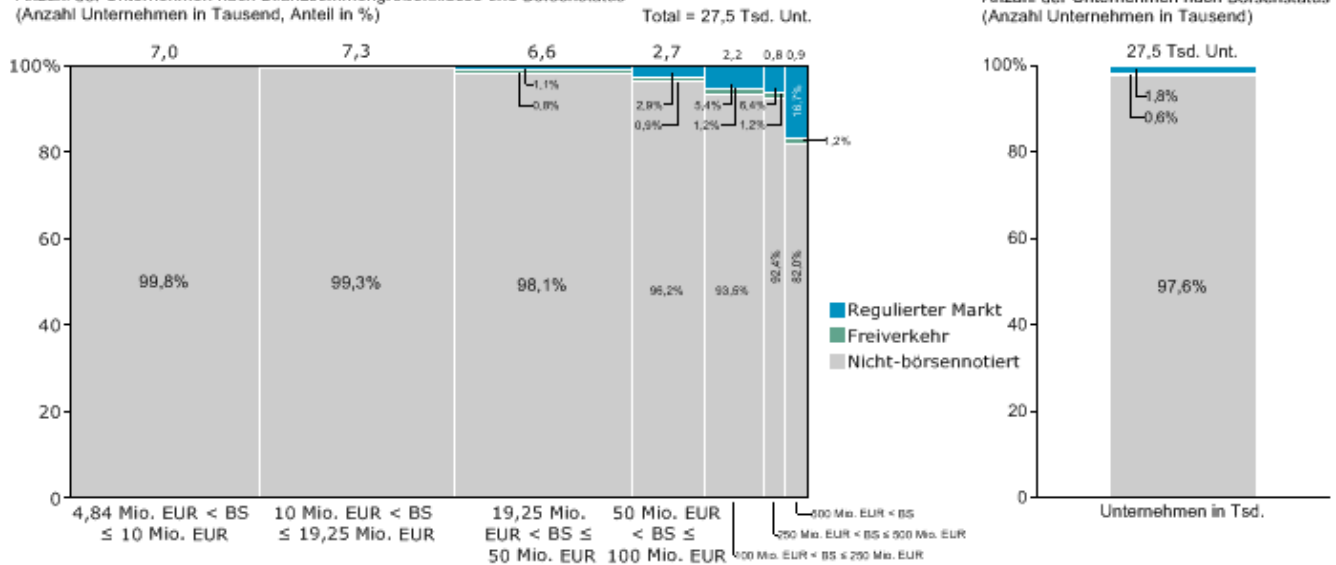


Abbildung 1: Anteil börsennotierter und privater Unternehmen im untersuchten Datensatz. (Eigene Darstellung: Der linke Teil der Abbildung stellt auf der X-Achse die Verteilung der Unternehmen auf Bilanzsummen-Größenklassen dar. Auf der Y-Achse wird pro Größenklasse die Aufteilung in börsennotierte und private Unternehmen abgetragen. Die resultierenden Flächen zeigen den jeweiligen Anteil an der Gesamtzahl der Unternehmen aggregiert über alle Jahre. Der rechte Teil der Abbildung zeigt den Anteil börsennotierter und privater Unternehmen für alle Größenklassen zusammen. Die in der Abbildung dargestellte Anzahl der Unternehmen weist leichte Abweichungen von der Gesamtzahl der Unternehmen auf, da Börsengänge bzw. Einstellungen der Notierung während des Betrachtungszeitraums zu Doppelzählungen führen. Zeitraum 2001 - 2009)

betrachteten deutschen Unternehmen<sup>2</sup> sind weniger als Tausend Unternehmen börsennotiert. Ca. 98% der betrachteten Unternehmen sind nicht-börsennotiert. Analysen, die ausschließlich börsennotierte Unternehmen betrachten, beschränken sich damit auf den in Abbildung 1 in blau/dunkel dargestellten winzigen Anteil aller Unternehmen. Die große „graue Masse“ der Unternehmen bleibt unberücksichtigt.

### Forschungslücke

Die zuvor dargestellte Bedeutung nicht-börsennotierter Unternehmen findet keine Entsprechung in der Kapitalstrukturforschung. Empirische Studien, die die Determinanten des Finanzierungsverhaltens von Unternehmen zu ergründen suchen, weisen einen deutlichen Schwerpunkt hinsichtlich des Typs und der Herkunft der analysierten Unternehmen auf. Der bevorzugte Unternehmenstyp sind große börsennotierte Unternehmen. Der regionale Schwerpunkt liegt auf amerikanischen Unternehmen. Studien zur Kapitalstruktur nicht-börsennotierter Unternehmen sind – insbesondere auf-

grund mangelnder Datenverfügbarkeit – bisher eher selten.

Von den wenigen Arbeiten, die für nicht-börsennotierte deutsche Unternehmen vorliegen, ist die Mehrzahl lediglich deskriptiver Natur. Wirklich „fortschrittlichere“ Untersuchungen, die die in der internationalen Kapitalstrukturforschung für börsennotierte Unternehmen eingesetzten Analysemethoden verwenden, sind äußerst selten. Insbesondere existiert keine Studie, die das dynamische Finanzierungsverhalten privater deutscher Unternehmen untersucht. Dynamische Modelle sind inzwischen jedoch zentraler Bestandteil fast aller in führenden internationalen Fachzeitschriften veröffentlichter Untersuchungen.

Entsprechend fehlen gesicherte Erkenntnisse zum Einfluss eines/keines Zugangs zum Kapitalmarkt auf das Finanzierungsverhalten börsennotierter/privater deutscher Unternehmen. Ließen sich die vorhandenen Erkenntnisse aus der Analyse eines anderen Unternehmenstyps (börsennotiert) oder einer anderen Region (z.B. USA, Großbritannien) problemlos auf nicht-börsennotierte deutsche Unternehmen übertragen, so wäre dieses Defizit unproblematisch. Auf Grund von unternehmenstypspezifischen und

regionalen<sup>3</sup> Besonderheiten muss jedoch von Unterschieden ausgegangen werden, die, zumindest ex ante, eine direkte, unkritische Übertragung der Ergebnisse ausschließen und eine gesonderte Untersuchung notwendig machen.

### Forschungsfragen

Aus den bereits dargestellten Zielen dieser Arbeit werden die folgenden Forschungsfragen abgeleitet:

- **Forschungsfrage 1:** Welche Faktoren determinieren das Finanzierungsverhalten privater deutscher Unternehmen?
  - **Forschungsfrage 1.1:** Welche Determinanten bestimmen das Niveau des Verschuldungsgrads privater deutscher Unternehmen?
  - **Forschungsfrage 1.2:** Weisen private deutsche Unternehmen ein Zielanpassungsverhalten in Übereinstimmung mit der Trade-off-Theorie auf?

<sup>3</sup> Neben den eher unternehmensspezifischen Kapitalstruktur determinanten haben auch die jeweiligen nationalen Rahmenbedingungen einen Einfluss auf die Kapitalstruktur von Unternehmen. Zum einen üben bestimmte makroökonomische Faktoren einen direkten Einfluss aus, zum anderen wird den institutionellen Rahmenbedingungen eine moderierende Funktion zugeschrieben.



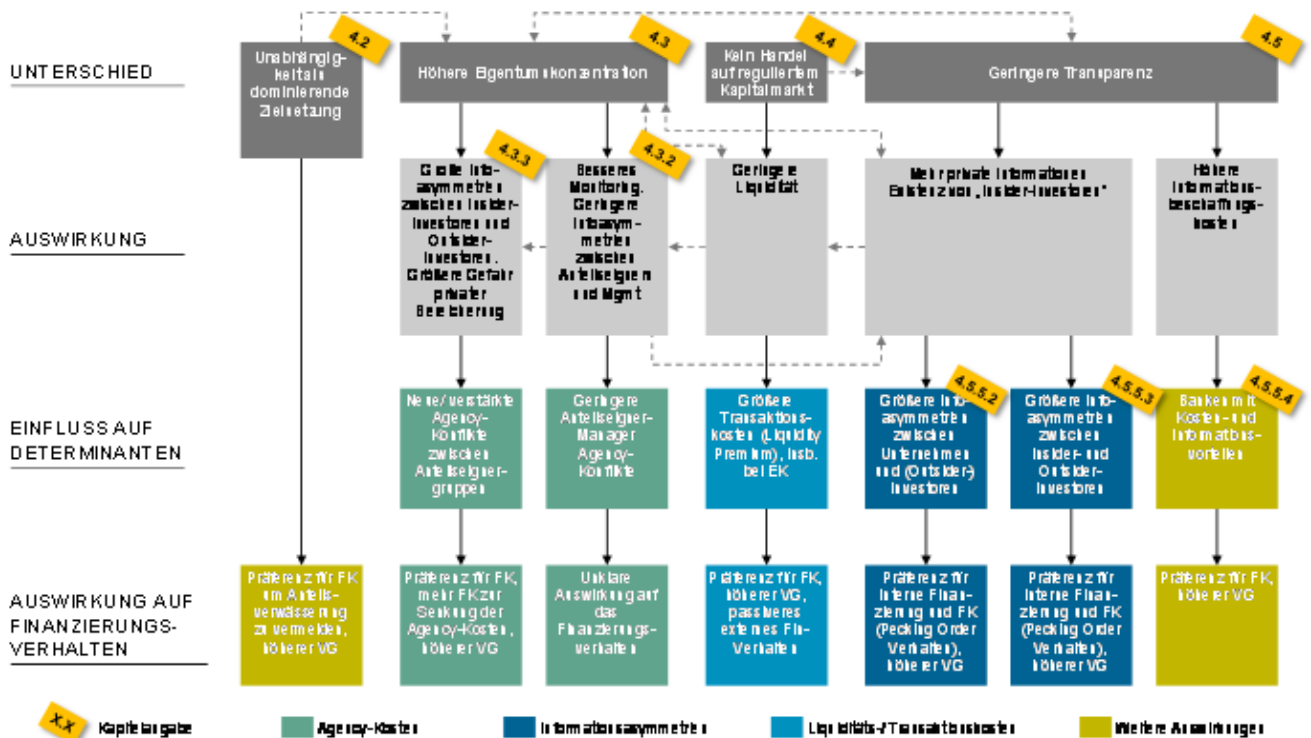


Abbildung 2: Aufbau der Argumentationskette zur Hypothesenherleitung. (Eigene Darstellung. Gelbe Fähnchen zeigen Kapitelnummern. Schwarze Pfeile bilden Hauptargumentationskette nach. Graue Pfeile zeigen weitere Interdependenzen.)

- **Forschungsfrage 1.3:** Decken größere private deutsche Unternehmen externen Finanzbedarf bevorzugt über Fremdkapitalmaßnahmen und damit in Übereinstimmung mit der Pecking-Order-Theorie?
- **Forschungsfrage 2:** Bestehen systematische Differenzen zwischen dem Finanzierungsverhalten privater und börsennotierter deutscher Unternehmen?
- **Forschungsfrage 3:** Entsprechen die Differenzen im Finanzierungsverhalten den theoretisch hergeleiteten Vorhersagen/Unterschiedshypothesen?
- **Forschungsfrage 4:** Welche Kapitalstrukturtheorie bietet im Kontext privater deutscher Unternehmen den besten Erklärungswert?

### Besonderheiten nicht-börsennotierter Unternehmen und Auswirkungen auf das Finanzierungsverhalten

Finanzierungsentscheidungen werden bei privaten Unternehmen anders als bei börsennotierten Unternehmen nicht primär mit dem Ziel der Marktwertmaximierung getroffen. Der Beibehaltung der unternehmerischen Unabhängigkeit und der Kontroll-/Einflussmöglichkeiten kommt eine dominierende Rolle zu. Außerdem bestehen

größere Agency-Konflikte (insbesondere zwischen Großaktionären und Minderheitsaktionären), signifikant größere Liquiditäts-/Transaktionskosten bei der externen (Eigen-) Finanzierung und deutlich größere Informationsasymmetrien.

Aus diesen Besonderheiten werden, mit Blick auf die Forschungsfragen, Unterschiedshypothesen bezüglich der Differenzen im Finanzierungsverhalten börsennotierter und privater Unternehmen hergeleitet (siehe Abbildung 2 für eine grafische Übersicht). Diese werden anschließend empirisch getestet.

- Um die unternehmerische Unabhängigkeit zu bewahren, werden bei externem Kapitalbedarf Fremdkapitalaufnahmen verwässernden Eigenkapitalemissionen vorgezogen. Weiterhin führen größere Agency-Konflikte und Informationsasymmetrien zu einer relativen Verteuerung des Eigenkapitals gegenüber Fremdkapital. Eine vergleichsweise größere Präferenz für Fremdkapital ist die Folge.
- Die vergleichsweise größere Präferenz für Fremdkapital sollte langfristig zu einem höheren Verschuldungsgrad führen. Weiterhin kann über einen erhöhten

Verschuldungsgrad eine glaubhafte Bindung an effizientes Verhalten signalisiert und so die Agency-Kosten reduziert werden.

- Höhere Transaktionskosten und Informationsasymmetrien machen externe Finanzierungsmaßnahmen teuer. Daher verhalten sich nicht-börsennotierte Unternehmen bei der Steuerung ihrer Kapitalstruktur passiver als börsennotierte Unternehmen. Unterbleiben Korrekturmaßnahmen, entfernen thesaurierte Gewinne und Verluste Unternehmen von ihrem optimalen Verschuldungsgrad. Die Profitabilität sollte einen stärkeren Einfluss auf den tatsächlichen Verschuldungsgrad aufweisen.
- Gemäß der Trade-off-Theorie determinieren zahlreiche Faktoren den optimalen Verschuldungsgrad eines Unternehmens. Hohe Transaktionskosten und hohe Preisabschläge bei externen Finanzierungsmaßnahmen aufgrund von Informationsasymmetrien verhindern regelmäßige externe Korrekturmaßnahmen. Der tatsächliche Verschuldungsgrad entfernt sich von seinem theoretischen Optimum. Die Determinanten des optimalen Verschuldungsgrads

spiegeln sich nur noch schwach in den tatsächlichen Verschuldungsgraden wider.

- Höhere Transaktionskosten führen zu einem größeren Nicht-Anpassungsintervall. Nicht-börsennotierte Unternehmen verhalten sich bei der Steuerung ihrer Kapitalstruktur passiver als börsennotierte Unternehmen. Größere Informationsasymmetrien und die daraus resultierenden Kosten überlagern mögliche Vorteile aus einer Annäherung an einen ggf. existenten optimalen Verschuldungsgrad. Korrekturmaßnahmen werden wenn, dann nur sehr selten vorgenommen. Nicht-börsennotierte Unternehmen sollten daher – wenn überhaupt – eine geringere *Zielanpassungsgeschwindigkeit* aufweisen.

### Datensatz und Vorgehen bei der eigenen empirischen Untersuchung

Der der Untersuchung zugrundeliegende Datensatz basiert überwiegend auf Veröffentlichungen im (elektronischen) Bundesanzeiger bzw. beim Handelsregister hinterlegten Jahresabschlüssen. Nach Korrekturen und Bereinigungen umfasst er die Jahresabschlüsse von 491 Unternehmen des regulierten Markts, 166 Unternehmen des Freiverkehrs und 26,8 Tsd. privaten deutschen Unternehmen. Insgesamt stehen damit die Daten von rund 27,5 Tsd. Unternehmen zur Auswertung zur Verfügung. Damit stellt diese Studie, nach bestem Wissen des Autors, die bisher umfangreichste (breiteste) Studie des Finanzierungsverhaltens deutscher Unternehmen dar. Die Daten umfassen den Zeitraum von 2001 bis 2009. Durchschnittlich liegen 4,8 Perioden pro Unternehmen (6,1 Perioden für börsennotierte und 4,7 für private Unternehmen) vor. Für 1,5 Tsd. Unternehmen liegen Daten über den gesamten Zeitraum (9 Perioden) vor. Insgesamt können 130,8 Tsd. Unternehmensjahre analysiert werden.

Zur Beantwortung der Forschungsfragen und zum Testen der aufgestellten Hypothesen werden die folgenden Aspekte jeweils vergleichend für börsennotierte und private Unternehmen überprüft: (a) die Determinanten des Niveaus des Verschuldungsgrads, (b) das Zielanpassungsverhalten bzw. die

Zielanpassungsgeschwindigkeit (Trade-off-Theorie) und (c) die Wahl der Finanzierungsform zur Deckung des externen Finanzbedarfs (Pecking-Order-Theorie).

Für die Analyse (a) wird eine Regression des Verschuldungsgrads auf neun ausgewählte erklärende Variablen vorgenommen. Hierbei kommen fünf verschiedene Schätzverfahren zum Einsatz, um den Besonderheiten des Paneldatensatzes Rechnung zu tragen. Für Analyse (b) werden sowohl eine einstufige als auch eine zweistufige Variante des Partial-Adjustment-Modells oder Target-Adjustment-Modells verwendet. Die ökonometrische Schätzung eines solchen dynamischen Modells ist relativ komplex. Entsprechend werden im Schrifttum verschiedenste methodische Vorgehensweisen und Schätzverfahren vorgeschlagen. In der eigenen Arbeit kommen sowohl „ältere“ Standardverfahren (OLS, Random-Effects-, Fixed-Effects-Schätzung) als auch neue, für genau diese Herausforderungen entwickelte Schätzer (dynamischer Panelschätzer nach Blundell/Bond (1998) und DPF-Schätzer nach Elsas/Florysiak (2012)) zum Einsatz. Für Analyse (c) werden das einfache Originalmodell von Shyam-Sunder/Myers (1999) sowie ein erweitertes Modell von de Jong et al. (2010) eingesetzt.

### Beantwortung der Forschungsfragen

Auf der Basis der eigenen empirischen Analyse werden die aufgestellten Forschungsfragen wie folgt beantwortet:

#### **Forschungsfrage 1: Welche Faktoren determinieren das Finanzierungsverhalten privater deutscher Unternehmen?**

*Forschungsfrage 1.1: Welche Determinanten bestimmen das Niveau des Verschuldungsgrads privater deutscher Unternehmen?*

Einige der Determinanten, die sich im Kontext börsennotierter Unternehmen verlässlich als einflussreich erweisen, üben auch einen Einfluss auf das Verschuldungsgradniveau privater deutscher Unternehmen aus: *Profitablere* Unternehmen weisen einen geringeren Verschuldungsgrad auf. Unternehmen mit einem hohen Anteil an *Sachanlagevermögen* weisen einen höheren Verschuldungsgrad auf. Unternehmen

mit hohem *nicht fremdkapitalinduzierten Steuerschilden (Non Debt Tax Shields, NDTs)* weisen einen geringeren Verschuldungsgrad auf. Ein Teil der signifikanten Determinanten bzw. ihrer Wirkungsrichtung könnte auf den Einfluss von Steuervorteilen und Insolvenzkosten zurückzuführen sein und entspricht damit den Vorhersagen der dynamischen Trade-off-Theorie. Weitere wichtige Bausteine dieser Theorie zeigen jedoch keinen Einfluss (z.B. Unternehmensgröße, Wachstum) und die ökonomische Relevanz der Ergebnisse ist bei den meisten Einflussfaktoren eher gering. Die Pecking-Order-Theorie tut sich ebenfalls mit der Erklärung der Ergebnisse schwer. Insgesamt sind die Ergebnisse aus der Analyse des Niveaus des Verschuldungsgrads unbefriedigend. Dies stützt den zuvor beschriebenen Trend, alternative Modelle und Analysemethoden einzusetzen, so z.B. dynamische Modelle zur Prüfung des Zielanpassungsverhaltens.

*Forschungsfrage 1.2: Weisen private deutsche Unternehmen ein Zielanpassungsverhalten in Übereinstimmung mit der Trade-off-Theorie auf?*

Die Ergebnisse hängen stark vom eingesetzten Schätzverfahren ab. Insgesamt sind die Anpassungsgeschwindigkeiten privater Unternehmen jedoch eher gering/moderat. Die zentralen Elemente der Trade-off-Theorie üben offensichtlich keinen dominierenden Einfluss auf den Verschuldungsgrad privater Unternehmen aus.

*Forschungsfrage 1.3: Decken private deutsche Unternehmen externen Finanzbedarf bevorzugt über Fremdkapitalmaßnahmen und damit in Übereinstimmung mit der Pecking-Order-Theorie?*

Private Unternehmen weisen im Falle einer Defizit-getriebenen Finanzierungsmaßnahme eine eindeutige Präferenz für Fremdkapital auf. Dies gilt insbesondere für Finanzierungsmaßnahmen zur Deckung „normalgroßer“ Defizite. Sehr große Defizite werden hingegen aufgrund limitierter Fremdkapitalkapazität (in Übereinstimmung mit der Pecking-Order-Theorie) durch externe Eigenkapitalmaßnahmen (mit-)finanziert. Damit entspricht das beobachtbare Finanzierungsverhalten privater Unternehmen den Vorhersagen der Pecking-Order-Theorie. Sind

die Intransparenz privater Unternehmen und die daraus entstehenden Informationsasymmetrien die primären Treiber dieses Verhaltens, so ist die Pecking-Order-Theorie das passende erklärende Modell. Auf der Basis der vorliegenden Daten und Analysen kann dies lediglich vermutet, jedoch nicht zweifelsfrei belegt werden.

**Forschungsfrage 2: Bestehen systematische Differenzen zwischen dem Finanzierungsverhalten privater und börsennotierter deutscher Unternehmen?**

Diese Frage lässt sich sehr eindeutig mit „ja“ beantworten. Eine erste Auffälligkeit ist der deutlich höhere Verschuldungsgrad privater Unternehmen. Diese Feststellung gilt auch nach der Kontrolle für zahlreiche andere Unternehmenscharakteristika, die börsennotierte und private Unternehmen unterscheiden (könnten). Der gesamte partielle Effekt des Börsenstatus (inkl. Interaktionen) beträgt zwischen 10 und 12 Prozentpunkte. Das heißt, für ein durchschnittliches privates Unternehmen wird ein Verschuldungsgrad von ca. 36% erwartet. Für ein börsennotiertes Unternehmen mit den gleichen Charakteristika würde ein um 10 Prozentpunkte geringerer Verschuldungsgrad von nur 26% erwartet.

Der zweite Unterschied liegt im Zielanpassungsverhalten. Börsennotierte Unternehmen weisen, anders als private Unternehmen, eine Anpassungsgeschwindigkeit um die 30% und damit ein deutliches Zielanpassungsverhalten auf.<sup>4</sup>

Schließlich ist noch festzustellen, dass börsennotierte Unternehmen deutlich seltener auf externe Fremdkapitalmaßnahmen und dafür deutlich häufiger auf externe Eigenkapitalmaßnahmen zurückgreifen, um ihr Finanzdefizit zu decken.

**Forschungsfrage 3: Entsprechen die Differenzen im Finanzierungsverhalten den theoretisch hergeleiteten Vorhersagen/Unterschiedshypothesen?**

Die Hypothesen über einen unterschiedlichen Einfluss der Determinan-

ten auf das Niveau des Verschuldungsgrades bestätigen sich nicht bzw. werden überwiegend abgelehnt.

Die Hypothese, dass nicht-börsennotierte Unternehmen ihren externen Finanzbedarf stärker als börsennotierte Unternehmen durch Fremdkapitalmaßnahmen decken, bestätigt sich hingegen überaus deutlich. Soweit dieses Verhalten primär auf die Auswirkungen der größeren Informationsasymmetrien zurückzuführen ist, handelt es sich hierbei um Pecking-Order-Finanzierungsverhalten.

Auch die Hypothese, dass die vergleichsweise größere Präferenz für Fremdkapital langfristig zu einem höheren Verschuldungsgrad privater Unternehmen führen sollte, bestätigt sich überaus deutlich.

Schließlich bestätigt sich auch noch die Vermutung, dass sich nicht-börsennotierte Unternehmen bei der Steuerung ihrer Kapitalstruktur passiver als börsennotierte Unternehmen verhalten und eine geringere Zielanpassungsgeschwindigkeit aufweisen.

**Forschungsfrage 4: Welche Kapitalstrukturtheorie bietet im Kontext privater deutscher Unternehmen den besten Erklärungswert?**

Von den beiden primär betrachteten Theorien (Trade-off- und Pecking-Order-Theorie) beschreibt die Pecking-Order-Theorie das bei privaten deutschen Unternehmen beobachtete Finanzierungsverhalten deutlich besser. Externer Finanzbedarf wird bevorzugt durch Fremdkapitalmaßnahmen gedeckt. Die Vorteile eines gemäß der Trade-off-Theorie anzustrebenden Zielverschuldungsgrads scheinen durch andere Einflüsse überlagert zu werden, das Zielanpassungsverhalten ist gering bis moderat.

Eine ausschließliche Rückführung des beobachteten Verhaltens auf die Auswirkungen von Informationsasymmetrien und damit auf die Pecking-Order-Theorie ist, auf der Basis der vorliegenden Daten, jedoch nicht möglich. Vermutlich handelt es sich um die Auswirkungen von Informationsasymmetrien ergänzt um weitere der oben beschriebenen Treiber. So wird z.B. auch das Streben nach Beibehaltung der unternehmerischen Unabhängigkeit einen gewissen Einfluss ausüben.

**Bedeutung der Ergebnisse für die Praxis**

Neben der Relevanz für den wissenschaftlichen Erkenntnisfortschritt haben die Ergebnisse dieser Arbeit auch Implikationen für die betriebswirtschaftliche Praxis. Sie unterstreichen, dass die Finanzierung privater Unternehmen, zumindest in Teilbereichen, anderen Gesetzmäßigkeiten folgt als die Finanzierung großer börsennotierter Unternehmen. Andere Faktoren determinieren das Finanzierungsverhalten und sind daher aktiv zu berücksichtigen bzw. im positiven Sinne zu beeinflussen.

Insbesondere die größeren Informationsasymmetrien diktieren ein eher an der Pecking-Order orientiertes Finanzierungsverhalten. Informationsprobleme müssen bei der Finanzierung privater Unternehmen stärker berücksichtigt werden. Der Abbau des Informationsgefälles könnte zu erheblichen Wertsteigerungen führen, da die Finanzierungsmaßnahmen/Kapitalstruktur statt einer Minimierung der Kosten aus adverser Selektion z.B. eine Minimierung der Agency- und Insolvenzkosten und eine Maximierung der Steuervorteile verfolgen könnten.

Banken fällt bei der Finanzierung des privaten Mittelstands eine wichtige Aufgabe zu, da – bis auf wenige Ausnahmen – nur sie die Informationsasymmetrien zu vertretbaren Kosten effizient überwinden können. Für die Unternehmensleitung privater Unternehmen sollte damit der Aufbau einer oder besser mehrerer langfristig orientierter, vertrauensvoller Hausbankbeziehungen eine zentrale Säule der Finanzierungsstrategie darstellen.

Ein weiterer Weg zur Verbreiterung der Finanzierungsmöglichkeiten privater Unternehmen könnte die Erlangung eines externen Ratings von einer auf Mittelständler spezialisierten Agentur sein. Das Unternehmen könnte sich so aus den durch die Informationsasymmetrien verursachten Finanzierungszwängen befreien und sein Finanzierungsverhalten ggf. an anderen, wertoptimierenden Einflussfaktoren orientieren.

<sup>4</sup> Die „Anpassungsgeschwindigkeit“ wird in der Kapitalstrukturforschung in Prozent angegeben. Sie sagt aus, welcher Anteil einer Abweichung des tatsächlichen von einem optimalen Verschuldungsgrad in der Folgeperiode abgebaut wird.

---

## Zitate und Ökonomie

„Ein guter Plan heute ist besser als ein guter Plan morgen.“

*George Patton (amerikanischer General)*

„Der sicherste Reichtum ist die Armut an Bedürfnissen.“

*Franz Werfel (Schriftsteller)*

„Der Mensch soll lieber nach Reichtum als nach Weisheit streben. Denn ich sehe die Weisen vor den Türen der Reichen, nicht aber die Reichen vor den Türen der Weisen.“

*Simonides von Keos (Griechischer Lyriker um 500 v. Chr.)*

„Reich wird man erst durch Dinge, die man nicht begehrt.“

*Mahatma Gandhi (indischer Politiker)*

„Geld macht nicht korrupt - kein Geld schon eher.“

*Dieter Hildebrandt (Kabarettist)*

---

## Veranstaltungshinweise

### 09.12.2013 | Feierliche Verabschiedung der Absolventen der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften

*TU Chemnitz / Neue Mensa Chemnitz, Bar Ausgleich*

Die feierliche Verabschiedung der Absolventen der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften findet in diesem Jahr in der Bar „Ausgleich“ (zu finden in der Neuen Mensa Chemnitz) statt. Neben einem Sektempfang sollen die Urkunden an die nunmehr erfolgreichen Alumni ausgehändigt werden und im Anschluss die Weihnachtsfeier der Fakultät stattfinden. Die Veranstaltung beginnt um 16:00 Uhr.

### 13.12.2013 | Workshop

#### „Gründen am Brühl - Businessplan praktisch“

*TU Chemnitz / SAXEED, SAXEED Seminarraum 401 (4. Etage im Pegasus Center)*

SAXEED bietet einen ganztägigen Workshop zum Thema *Gründen am Brühl - Businessplan praktisch* an. Die Veranstaltung richtet sich an Studierende, Alumni und Mitarbeiter der TU Chemnitz. Es wird keine Teilnahmegebühr erhoben, eine möglichst frühzeitige, verbindliche Anmeldung ist jedoch erforderlich.

Nähere Informationen zu der Veranstaltung finden sich unter: <http://www.saxeed.net/index.php?content=32&id=96&region=Chemnitz>

### 17.12.2013 | Informationsveranstaltung „Stipendien und Stiftungen - Informationsveranstaltung und Gesprächsmöglichkeiten“

*TU Chemnitz / Reichenhainer Str. 70, Weinholdbau, Raum 044*

Die Förderwerke an der TU Chemnitz veranstalten am 17.12.2013 um 17:15 einen Informationsabend zu den Fördermöglichkeiten für Studenten an der TU Chemnitz. Studierende und potenzielle Bewerber haben mit dieser Veranstaltung die Möglichkeiten, sich mit den Abläufen der Bewerbungsprozesse, den allgemeinen Anforderungen, dem Umfang der Förderungen und verwandten Fragen auseinanderzusetzen.

Nähere Informationen zu der Veranstaltung finden sich unter: <https://www.tu-chemnitz.de/stud/studium/foerderwerke/veranstaltungen7index.php?id=1>

### 17.12.2013 | Workshop

#### „Im Team erfolgreich sein“

*TU Chemnitz / Kompetenzschule (Ort wird noch bekannt gegeben)*

Die Kompetenzschule der TU Chemnitz bietet einen Workshop zum Thema *Im Team erfolgreich sein* an. Die Veranstaltung ist eingebettet in eine Reihe von Seminaren rund um das Thema Mitarbeiter- und Teamführung, so werden im

Januar weitere Veranstaltungen dazu stattfinden. Schwerpunkte der kommenden Workshops werden Kommunikationsverhalten und Konfliktlösungsmanagement sein. Die Veranstaltungen richten sich „vorrangig an eingeschriebene Promovierende der TU Chemnitz“. Es wird keine Teilnahmegebühr erhoben, eine möglichst frühzeitige, verbindliche Anmeldung ist jedoch erforderlich.

Nähere Informationen zu der Veranstaltung finden sich unter: [http://www.tu-chemnitz.de/fa/kompetenzschule/programm\\_mitarbeiter.php](http://www.tu-chemnitz.de/fa/kompetenzschule/programm_mitarbeiter.php)

### 18.12.2013 | Themennachmittag

#### „Steuerliche Aspekte der Promotion“

*TU Chemnitz / Kompetenzschule (Ort wird noch bekannt gegeben)*

Die Kompetenzschule der TU Chemnitz bietet einen Themennachmittag zum Thema *Steuerliche Aspekte der Promotion* an. Die Veranstaltung richtet sich an „Doktoranden, die neben ihrer Promotion noch Einkünfte erzielen“. Es wird keine Teilnahmegebühr erhoben, eine möglichst frühzeitige, verbindliche Anmeldung ist jedoch erforderlich.

Nähere Informationen zu der Veranstaltung finden sich unter: <http://www.tu-chemnitz.de/fa/kompetenzschule/event.php>

---

## Impressum

Herausgeber: Chemnitzer Wirtschaftswissenschaftliche Gesellschaft e. V.  
c/o Fakultät für Wirtschaftswissenschaften, TU Chemnitz, 09107 Chemnitz

Annahme von Beiträgen und Redaktion: Prof. Dr. Klaus D. John, Thüringer Weg 7, Zi. 304  
Telefon: 0371/531-34198, E-Mail: [k.john@wirtschaft.tu-chemnitz.de](mailto:k.john@wirtschaft.tu-chemnitz.de)

Annahme von Beiträgen, Layout und Redaktion: Sebastian Ludwicki-Ziegler, Thüringer Weg 7, Zi. 303  
Telefon: 0371/531-26340, E-Mail: [cwg.dialog@gmail.com](mailto:cwg.dialog@gmail.com)

ISSN (Print-Ausgabe): 1610 – 8248 – ISSN (Internet-Ausgabe): 1610 – 823X

- Alle bisher erschienenen Ausgaben sind unter <http://www.tu-chemnitz.de/chemnitz/vereine/cwg> als Download verfügbar. -

---