

Venture Capital

Ein Beitrag zur Verbesserung des Standort Deutschlands

Diskussionpapier von

Olaf Hinz

Stefan Lilischkis

Dr. Thilo Sarrazin

Dr. Uwe Thomas

unter der Federführung von

Peter Güllmann

Juli 1998

Inhaltsverzeichnis

I. Einleitung	3
- <i>Wettbewerbsfähigkeit gewinnen durch Innovationen !</i>	
- <i>Kleine und mittlere Unternehmen schaffen zukunftsfähige Arbeitsplätze!</i>	
II. ‘Venture Capital’ - Chance und Risiko	5
III. Kapitalbedarf und Besonderheiten von innovativen Unternehmensgründern - Ansatzpunkte für eine zielgerichtete Hilfe	6
IV. Die Finanzierungsmöglichkeiten für junge innovative Unternehmen reichen nicht aus !	7
- <i>Eine Fremdkapitalfinanzierung scheitert bei vielen jungen Unternehmen an nicht vorhandenen Sicherheiten !</i>	
- <i>Eine Eigenkapitalfinanzierung aus eigenen Mitteln stößt schnell an ihre Grenzen !</i>	
V. Entwicklungshemmnisse und Rahmenbedingungen für einen leistungsfähigen und professionellen deutschen Venture Capital Markt	10
- <i>Mehr Unternehmergeist ist gefragt !</i>	
- <i>Ausbildungsdefizite sind abzubauen !</i>	
- <i>Die deutsche Finanzierungskultur ist zu risikoscheu !</i>	
- <i>Mehr Risikokapital durch steuerliche Rahmenbedingungen !</i>	
- <i>Leistungsfähige Exitkanäle schaffen !</i>	
- <i>Der Staat als Triebfeder für die Mobilisierung von ‘Venture capital’ !</i>	

I. Einleitung

-Wettbewerbsfähigkeit gewinnen durch Innovationen !

Für hochentwickelte Volkswirtschaften sind Innovationen bei Produkten, Produktionsprozessen und Dienstleistungen von zentraler Bedeutung für die Erhaltung und Steigerung ihrer Wettbewerbsfähigkeit. Unter einzelwirtschaftlichen Gesichtspunkten sind Innovationsprojekte häufig mit beachtlichen Chancen aber auch mit beträchtlichen Risiken verbunden. Vielmehr ist die erfolgreiche Umsetzung einer Neuheit in ein marktfähiges Produkt nicht immer garantiert. Für die Finanzierung eines Innovationsvorhabens führt dies dazu, daß potentielle Kapitalgeber aufgrund überdurchschnittlicher Ausfallerwartungen ein entsprechendes Äquivalent bei der Rendite erwarten. Renditeforderungen von 25-40% gegenüber potentiellen Kapitalnehmern sind deshalb keine Seltenheit.

- Kleine und mittlere Unternehmen schaffen zukunftsfähige Arbeitsplätze !

These 1:

Der Gesetzgeber und die Träger des Kapitalmarktes sind gefordert, die notwendigen Rahmenbedingungen für einen funktionierenden Risikokapitalmarkt in Deutschland zu schaffen.

Vor dem Hintergrund eines zu beobachtenden Entwicklungsszenarios, indem Großunternehmen ihre innerbetrieblichen Strukturen zunehmend verschlanken und dadurch Arbeitsplätze weiterhin abbauen, kommt den deutschen mittelständischen Unternehmen und **innovativen Unternehmensgründern** eine Schlüsselrolle bei der Schaffung neuer zukunftsfähiger Arbeitsplätze zu. Vor allem junge innovative Unternehmen können hierbei als Motor des Innovationsprozesses angesehen werden, da von ihnen entwickelte Ideen und Erfindungen in marktfähige Produkte und Verfahren umgesetzt werden. Jede Existenzgründung schafft in den ersten vier Jahren nach ihrer Gründung durchschnittlich 4-6 neue Arbeitsplätze. Junge, schnell wachsende Unternehmen insbesondere aus dem Technologiebereich schaffen innerhalb weniger Jahre mehrere hundert neue Arbeitsplätze. Dabei stehen sie vor einer **doppelten Herausforderung**: Einerseits müssen sie in einem Markt bestehen der durch eine hohe Innovationsdynamik und immer kürzer werdende Produktlebenszyklen gekennzeichnet ist. Andererseits müssen sie in einem relativ kurzen Zeitraum sowohl national wie auch

international wettbewerbsfähig sein. Voraussetzung für die Bewältigung dieser doppelten Herausforderung ist jedoch eine **ausreichende finanzielle Basis** um die typischerweise in der Frühentwicklungsphase anfallenden Anlaufverluste auffangen zu können und die Widerstandsfähigkeit der Unternehmung für den Fall konjunktureller Schwankungen zu erhöhen. Während bei Existenzgründern durchschnittliche Gründungskosten in Höhe von 250.000,00 DM anfallen, bewegt sich der Kapitalbedarf bei technologieorientierten Gründungen in einer Größenordnung von 1 Millionen DM und mehr. Derartige finanzielle Ressourcen sind jedoch beim unternehmerischen Nachwuchs nur in den seltensten Fällen verfügbar. Vielmehr belaufen sich ihre durchschnittlich mobilisierbaren Eigenmittel auf 30.000,00 DM. Ihr wesentliches Kapital besteht dementsprechend auch weniger in finanziellen Mitteln als vielmehr in einer neuen Marktidee, deren Erfolgchancen besonders schwer abzuschätzen ist.

Innovative Unternehmensgründer und junge Unternehmen haben insbesondere vor oder kurz nach der Gründungsphase ein akutes **Finanzierungsproblem**. Dies insbesondere deshalb, weil typischerweise auftretende Anlaufverluste in der Frühentwicklungsphase infolge von Markterschließungskosten, fehlende Möglichkeiten der Innenfinanzierung einer Gründungsunternehmung und intensive F&E Tätigkeit insbesondere bei technologieorientierten Unternehmen zu einem hohen Kapitalverzehr führen. Fehlende Eigenmittel und ein Mangel an banküblichen Sicherheiten verhindern eine klassische Kreditfinanzierung dieser Unternehmen. Außerdem ist die vergangenheitsbezogene Beurteilungspraxis und das häufig nur rudimentär vorhandene Branchen-Know-How vieler Kreditinstitute für die Bewertung eines innovativen Projektes weder ausreichend noch geeignet. Die Kapitalbeschaffung für Entwicklungsmaßnahmen, die Markteinführung eines neuen Produktes oder die Finanzierung der Wachstumsphase wird damit zu einem zentralen Problem für innovative Unternehmen mit Wachstumspotential. Deshalb sind sie in besonderer Weise darauf angewiesen über den Kapitalmarkt risikotragendes Eigenkapital i.d. Regel in Form von Beteiligungskapital zu erhalten.

Im Gegensatz zu den USA gibt es in Deutschland jedoch keine ausgeprägte **Risikokapitalkultur**. Dabei steht privates Kapital durchaus in ausreichendem Umfang auch in Deutschland zur Verfügung. Nicht zuletzt durch die Gewährung zweifelhafter steuerlicher Vergünstigungen kam es in der Vergangenheit jedoch zu einer **volkswirtschaftlichen Fehlallokation privater Kapitalströme**. Nicht Investitionen in innovative Gründungsvorhaben wurden steuerlich begünstigt, sondern Schiffsbeteiligungen oder Investitionen in Immobilien.

II. 'Venture Capital' - Chance und Risiko.

Der Begriff des 'Venture Capital' wird in der öffentlichen Diskussion häufig synonym zum Begriff der *Risikokapitalfinanzierung* oder der *Beteiligungskapitalfinanzierung* verwendet. Damit wird insbesondere auf den *Finanzierungscharakter* abgestellt, der mit der Bereitstellung von Venture Capital (VC) verbunden ist. Diese Definition erscheint jedoch insofern etwas zu eng, als er die mit einem Venture Capital Engagement verbundene *Managementberatung* unberücksichtigt läßt. Grundsätzlich können für den VC Begriff drei Elemente als *konstitutiv* angesehen werden:

1. Venture Capital beinhaltet die zeitlich befristete *Bereitstellung von Haftkapital* in der Form von Beteiligungskapital gegenüber einem Unternehmen mit überdurchschnittlichem Wachstumspotential.
2. Der Kapitalgeber ist während der Zeit seiner Beteiligung aktiv in die unternehmerische *Betreuung* eingebunden. Wegen des Verzichts auf Sicherheiten erhält er Kontroll- und Einflußrechte. Er steht dem jungen Unternehmen als erfahrener Partner zur Seite und dokumentiert sein Interesse an der Unternehmung durch sein eigenes finanzielles Engagement.
3. *Zielsetzung* des Kapitalgebers ist ein deutlicher *Wertzuwachs* seiner (Minderheits-) Beteiligung während des Betreuungszeitraumes und ein Desinvestment möglichst über die Börse nach 5-8 Jahren. Die Vereinnahmung laufender Erträge in Form von Dividenden spielt demgegenüber bei einer VC-Finanzierung eine nur untergeordnete Rolle. Insbesondere VC-Gesellschaften sind darauf angewiesen, daß zumindest einige ihrer eingegangenen Beteiligungen ihres Portefeuilles sich zu High Flyern entwickeln und überdurchschnittliche Renditen erzielen, um auftretende Ausfälle kompensieren zu können.

III. Kapitalbedarf und Besonderheiten von innovativen Unternehmensgründern - Ansatzpunkte für eine zielgerichtete Hilfe.

These 2:

Innovative Unternehmensgründungen und junge Unternehmen müssen durch Eigenkapital finanziert werden, denn sie erfordern insbesondere dann, wenn sie technologieorientiert sind, über einen vergleichsweise langen Zeitraum Kapital, welches überproportionalen Chancen und Risiken ausgesetzt ist. Deshalb wird Kapital benötigt, welches die Anlaufverluste der Unternehmung ausgleicht, in vollem Umfang haftet und im übrigen die Liquidität der Unternehmung schont.

Junge innovative Unternehmen weisen im Vergleich zu sonstigen Unternehmensgründungen eine Reihe von **Besonderheiten** auf. Den beträchtlichen Gewinnchancen, die von der Einführung eines neuen Produktes oder einer neuen Technologie ausgehen steht ein gesteigertes Totalverlustrisiko während des Entstehungs- und Entwicklungszeitraumes gegenüber. Ursachen hierfür sind die Ungewißheit über die technische Durchführbarkeit des Innovationsprojektes, die meist deutlich längere Vorlaufzeit bis zu einem marktfähigen Produkt und vielfach einseitig technisch qualifizierte Gründer bei denen Managementkompetenz erst noch aufgebaut werden muß. Hinzu treten aber auch unternehmensgrößenbedingte Spezifika, die den Kapitalmarktzugang insbesondere von kleinen und mittleren Unternehmen erschweren. So sind die Kosten einer Kapitaltransaktion (z.B. hohe Informationskosten) für kleine Unternehmen aufgrund ihrer geringeren Losgrößen überproportional hoch. Darüber hinaus ist es kleinen und mittleren Unternehmen häufig nicht möglich Finanzierungstitel auszugeben, die auf organisierten Märkten handelbar sind, weil dem rechtliche aber auch ökonomische Hindernisse entgegenstehen.

Der **Kapitalbedarf** ist je nach der Entwicklungsphase der innovativen Unternehmung durchaus unterschiedlich. Systematisch lassen sich in Abhängigkeit von der Unternehmensentwicklung deshalb unterschiedliche Finanzierungsphasen differenzieren. Im einzelnen sind dies:

Die **Seed-Phase**, die der eigentlichen Unternehmensgründung vorgelagert ist. Seed Capital dient der Finanzierung der Entwicklung und Umsetzung einer Idee in verwertbare Resultate,

bis hin zu einem Prototypen, der als Basis für den Aufbau eines Geschäftskonzeptes für ein neu zu gründendes Unternehmen dient.

Die *Start-up Phase* beschreibt den Zeitraum der Gründung, in dem das Unternehmen aufgebaut, der Markteintritt vorbereitet und das Produkt bis zur Serienreife weiterentwickelt wird. In dieser Phase kommt es zur Markteinführung und Produktionsaufnahme.

Die *Expansionsphase* beschreibt den Zeitraum des Unternehmensaufbaus und Wachstum durch Markterschließung. In dieser Phase hat das Unternehmen den Break-Even-Point erreicht und erwirtschaftet inzwischen Gewinne. Beteiligungskapital wird in dieser Phase zur Finanzierung zusätzlicher Produktionskapazitäten, Produktdiversifikation oder zur Marktausweitung benötigt.

Daneben erfolgt die Finanzierung von Unternehmen durch Beteiligungskapital aber auch noch aus anderen Gründen. Die Vorbereitung eines Börsenganges (*bridge*), sowie die Übernahme eines Unternehmens durch das vorhandene Management (*MBO - Management Buy Out*) oder durch externes Management (*MBI - Management Buy In*) können weitere Finanzierungsanlässe sein.

Die Länge des Zeitraumes den die einzelnen Entwicklungsstufen einer Unternehmung umfassen ist durchaus unterschiedlich. Eine klare Abgrenzung ist in der Praxis häufig nicht möglich, vielmehr sind die Übergänge fließend. Grundsätzlich ist jedoch festzustellen, daß der Kapitalbedarf in der Frühentwicklungsphase einer Unternehmung vergleichsweise niedrig ist und mit zunehmendem Reifegrad wächst. Bezogen auf technologieorientierte Unternehmensgründungen ist der Kapitalbedarf dreieinhalb mal höher als bei vergleichbaren Unternehmensgründungen aus traditionellen Bereichen.

IV. Die Finanzierungsmöglichkeiten für junge innovative Unternehmen reichen nicht aus!

These 3:

Dem Beteiligungskapitalmarkt oder Venture Capital Markt kommt im Rahmen der Eigenmittelfinanzierung von jungen innovativen Unternehmen durch Dritte die entscheidende Bedeutung zu. Trotz einer dynamischen Entwicklung des deutschen Beteiligungskapitalmarktes im Verlauf dieses Jahrzehnts ist er jedoch im Vergleich zu den USA oder Großbritannien unterentwickelt.

-Eine Fremdkapitalfinanzierung scheitert bei vielen jungen Unternehmen an nicht vorhandenen Sicherheiten!

Insbesondere bestehen für innovative Unternehmensgründer und junge technologieorientierte Unternehmen hinsichtlich einer Fremdkapitalfinanzierung durch die Kreditwirtschaft nicht unerhebliche Beschränkungen. Im Stadium der Konzepterstellung und der Entwicklung eines neuen marktfähigen Produktes kann die Wirtschaftlichkeit eines derartigen Vorhabens meist nur unzureichend nachgewiesen werden, so daß die Instrumente der traditionellen Kreditprüfung nur schwer anwendbar sind. Jungen Unternehmen bzw. Unternehmensgründern ist es kaum möglich historische Jahresabschlüsse dem kreditgebenden Institut vorzulegen. Für den Fall, daß doch erste Abschlüsse vorhanden sind, ist ihr Ergebnis in der Regel aufgrund hoher Anlaufkosten zunächst negativ und somit für eine Kreditvergabe wenig aussagekräftig. Darüber hinaus verfügen derartige Unternehmen nicht über werthaltige Sicherheiten wie sie wohl die meisten Kreditinstitute vor einer Kreditgewährung hereinnehmen. Vielmehr verfügen innovative Unternehmensgründer nur über eine Idee und ihr spezifisches Know How. Als werthaltige Sicherheit die eine Kreditvergabe rechtfertigen würde ist dies jedoch in den Augen vieler Banker zu wenig.

Der Kreditfinanzierungsspielraum erhöht sich erst für den Fall, daß die Unternehmung bereits auf dem Markt selbst agiert und dort erste Absatzerfolge vorweisen kann. Aber auch in dieser Phase kann der entstehende Finanzmittelbedarf im Rahmen einer Kreditfinanzierung aufgrund einer äußerst restriktiven Vergabepolitik durch unsere Banken nur unzureichend gedeckt werden. Im Ergebnis sind die Finanzierungsmöglichkeiten von jungen innovativen Unternehmen durch Fremdkapital stark eingeschränkt bzw. nicht vorhanden.

- Eine Eigenkapitalfinanzierung aus eigenen Mitteln stößt schnell an ihre Grenzen !

Die Möglichkeit der Eigenkapitalfinanzierung durch Eigenmittelzuführung durch die Gründerpersönlichkeit ist nur in eingeschränktem Maße möglich und deckt bei weitem den Finanzmittelbedarf nicht ab. Die Innenfinanzierung aus thesaurierten Gewinnen und die Bildung stiller Reserven scheidet bei innovativen Unternehmensgründern bzw. bei jungen Unternehmen ganz aus oder spielt nur eine untergeordnete Rolle.

In Betracht kommt deshalb nur eine *Eigenkapitalfinanzierung durch Dritte* in der Form von Beteiligungskapital. Letzteres wird in Deutschland entweder über den organisierten Kapitalmarkt, den nicht organisierten (informellen) Kapitalmarkt oder den Beteiligungskapitalmarkt zur Verfügung gestellt.

Auf dem **organisierten Kapitalmarkt** werden Eigenkapitalanteile börsennotierter Aktiengesellschaften in unterschiedlichen Marktsegmenten (amtlicher Handel, geregelter Markt und Freiverkehr) gehandelt. Obwohl für die jeweiligen Marktsegmente unterschiedlich hohe Zulassungsvoraussetzungen gelten hat dieser Kapitalmarkt für die in Rede stehende Zielgruppe nur wenig Bedeutung. Das Going Public von jungen innovativen Unternehmen oder Unternehmensgründern findet in Deutschland praktisch nicht statt.

Ähnlich verhält es sich mit der Bedeutung des nicht organisierten oder **informellen Kapitalmarktes**. Dieser Markt wird durch das Beteiligungengagement von Privatpersonen (sog. Business Angel) getragen. Er ist durch einen geringen Standardisierungsgrad der gehandelten Unternehmensanteile und durch eine fehlende Markttransparenz gekennzeichnet. Im Gegensatz zu den USA oder Großbritannien spielen die **Business Angel** bei der Unternehmensfinanzierung in Deutschland bisher keine bedeutende Rolle. Jedenfalls ist eine Aussage über die quantitative Dimension des informellen Kapitalmarktes in Deutschland aufgrund eines fehlenden institutionellen Rahmens und nicht vorhandener empirischer Untersuchungen z. Zt. nicht möglich.

Hauptakteure des **Beteiligungskapitalmarktes** sind Beteiligungsgesellschaften, die eine Mittlerfunktion zwischen Kapitalnachfragern und Kapitalanbietern ausüben und entstehende Transaktionskosten zwischen den Marktteilnehmern infolge existierender Informationsasymmetrien reduzieren. Entsprechend dem gewählten Kriterium lassen sich die Beteiligungsgesellschaften nach ihren Investoren (Privatpersonen, Unternehmen, Banken, Versicherungen, Staat), nach ihrem Geschäftszweck (Renditeerzielung oder Wirtschaftsförderung) oder nach ihrer Zielgruppe (Frühphasenfinanzierung, Expansionsfinanzierung, MBO/MBI Finanzierung) kategorisieren. Entsprechend ihrer Klassifizierung ergeben sich hieraus unterschiedliche Konsequenzen für die angebotene Betreuungsleistung, den Umfang des bereitgestellten Beteiligungskapitals sowie die Art der Finanzierungsleistung (direkte Beteiligung, typische und atypische stille Beteiligung sowie eigenkapitalähnliche Darlehen).

Insgesamt machten die Investitionen der deutschen Kapitalbeteiligungsgesellschaften zum 31.12.1996 rund 6,1 Mrd DM aus. Nach Finanzierungsphasen geordnet zeigt das Gesamtportfolio der im BVK zusammengeschlossenen Kapitalbeteiligungsgesellschaften folgende Struktur: 2,6% entfallen auf die Seed-Finanzierungen, 7,0 % auf die Start-up Finanzierungen, 59,7% auf die Expansionfinanzierungen, 5,1 % auf Bridge-Finanzierungen, 17,3% auf MBO/MBI- Finanzierungen und 3,2 % auf Turnaround Finanzierungen. Die Zahl der Beteiligungen wuchs in 1996 um 4,6% auf 3.127 Fälle. Im Hinblick auf die Branchenstruktur des Gesamtportfolios entfielen 1996 13,5 % auf den Handel, 13,0 % auf den Maschinenbau, 7,0% auf den Sektor Eisen und Stahl, 6,2% auf Holz und Papier und 5,9% auf Elektronik und Elektrotechnik.

V. Entwicklungshemmnisse und Rahmenbedingungen für einen leistungsfähigen und professionellen deutschen Venture Capital Markt.

Die Gründe für die Unterentwicklung auf dem deutschen Risikokapitalmarkt insbesondere im Segment der Frühphasenfinanzierungen von Unternehmen sind vielfältig. Sie liegen jedoch insbesondere in *Mentalitätsunterschieden* zwischen Anlegern und Unternehmern, in *Ausbildungsdefiziten*, in einer unterschiedlichen *Finanzierungskultur*, sowie in ungünstigen *wirtschaftlichen Rahmenbedingungen* begründet. Diese beziehen sich insbesondere auf die Steuergesetzgebung und die nur unzureichend funktionsfähigen Exitkanäle.

- Mehr Unternehmergeist ist gefragt !

In Deutschland dominiert sowohl bei Anlegern wie auch bei Unternehmern eine *Mentalität* zum risikoaversen Verhalten. Dies gilt auch für den Fall, daß dadurch wirtschaftlich aussichtreiche Chancen ungenutzt bleiben.

These 4:

Innovative Unternehmen müssen ein ausgeprägtes Investor-Relations-Verständnis entwickeln, eine professionelle Öffentlichkeitsarbeit betreiben, ihre Publizitätsscheu abbauen und insgesamt durch eine verbesserte Unternehmenspräsentation Reputation aufbauen.

Nur wer um potentielle Kapitalgeber wirbt, Informationsdefizite abbaut und offen für externen Sachverstand ist wird auch Kapital erhalten und erfolgreich am Markt agieren können.

Das Schwergewicht der Motivation eines deutschen Unternehmensgründers liegt vor allem darin selbstbestimmend tätig zu werden und erst in zweiter Linie darin eine möglichst hohe Rendite zu erwirtschaften. Dementsprechend behindert auf ***Unternehmerseite*** die Ablehnung externer Einflußnahme („Herr im Hause“ - Denken) eine verstärkte Venture Capital Finanzierung. Vielmehr besteht auf unternehmerischer Seite die Furcht durch Aufnahme externer Beteiligungskapitalgeber Einfluß und Selbständigkeit einzubüßen. Hinzu tritt bei vielen mittelständischen Unternehmen und innovativen Unternehmensgründern die Furcht im Falle einer intensiven Publizität von Konkurrenzunternehmen durch Nachahmung um den Markterfolg gebracht zu werden. Deshalb werben kapitalsuchende Unternehmen nur sehr zurückhaltend um potentielle Kapitalgeber. Im Ergebnis wird dadurch eine Venture Capital Finanzierung verhindert, auch wenn in der Folge die Wachstumschancen des Unternehmens begrenzt bleiben.

These 5:

Deutschland braucht eine entwickelte Aktienkultur!

Auf der ***Seite der Anleger*** ist trotz des Börsenganges der Deutschen Telekom und der damit einhergegangenen Popularisierung der Aktie noch immer eine unterentwickelte Aktienkultur festzustellen. Der durchschnittliche Anleger muß wohl als risikoscheu beschrieben werden, der im Vorfeld einer Investition eine hohe Prognosesicherheit über den eintretenden Erfolg erwartet. Insgesamt läßt sich feststellen, daß der Anleger für ein Engagement in Aktien nur für den Fall gewonnen werden kann, daß die erwartete Aktienrendite mit einer großen Eintrittswahrscheinlichkeit prognostiziert werden kann. Die notwendige Reform unserer Alterssicherungssysteme mit einer teilweisen Umstellung auf private Vorsorge und der Zulassung von Pensionsfonds wird eine neue Aktienkultur in Deutschland begründen.

These 6:

Unternehmer brauchen die Möglichkeit einer zweiten Chance !

In Deutschland begegnet man einem *unternehmerischen Erfolg* oftmals mit einer gewissen Skepsis. Gleiches gilt für unternehmerisches Handeln insgesamt. Dies wird besonders für den Fall augenfällig, daß ein unternehmerisches Vorhaben mißlingt. Im Gegensatz zu den USA ist es in Deutschland im gesellschaftlichen Bereich gar nicht so einfach nach einem Mißerfolg als Unternehmer eine zweite Chance zu erhalten. Darum ist es eine gesamtgesellschaftliche Aufgabe der Stigmatisierung von gescheiterten Unternehmensgründern entgegenzutreten.

Die Bundesregierung sollte mit der Novelle des Insolvenzrechtes diesem Ziel Rechnung tragen und gescheiterten Unternehmensgründern einen Neuanfang erleichtern. Wer das Risiko einer Unternehmensgründung auf sich genommen hat und gescheitert ist, sollte jedenfalls nicht faktisch mit einem Berufsverbot belegt werden. Schließlich kann die Erfahrung eines Scheiterns entscheidend für einen späteren Erfolg bei einem erneuten Versuch sein.

- Ausbildungsdefizite sind abzubauen !

These 7:

Die Regierungen der Bundesländer sind aufgefordert Gründungslehrstühle an den Universitäten einzurichten, an denen gezielt unternehmerisches Denken und Handeln gefördert wird.

Lehrstühle, die sich speziell mit Unternehmensgründungen und den damit einhergehenden Fragestellungen befassen sind in der deutschen Hochschullandschaft bisher nur vereinzelt anzutreffen. Dies führt zum einen dazu, daß die Risikobereitschaft des akademischen Nachwuchses nicht gezielt gefördert wird. Auf der anderen Seite führt die mangelhafte Infrastruktur von *Gründungslehrstühlen* zu einer nur unzureichenden Ausbildung von Unternehmern und Gründern. In letzterem liegt häufig die Ursache für fehlgeschlagene Gründungsvorhaben. Neben fehlendem Kapital sind insbesondere Qualifikationsmängel im kaufmännischen Bereich ausschlaggebend für einen unternehmerischen Mißerfolg.

These 8:

Die Landesregierungen werden aufgefordert im Rahmen einer umfassenden Reform der schulischen und universitären Ausbildung die Gründungsbereitschaft gezielt zu fördern. Hierzu müssen die Lehrpläne entsprechend angepasst werden und die

Querschnittskommunikation zwischen Hochschule, Forschung und Wirtschaft durch eine leistungsfähige Infrastruktur verbessert werden.

Lernprozesse im Gründungsbereich und die Herausbildung einer Kultur der Selbständigkeit, als Voraussetzung für professionelle VC-Strukturen, lassen sich nur langfristig durch eine umfassende Reform unseres Bildungswesens induzieren. Deshalb sind die Landesregierungen aufgefordert bereits in der Schule entrepreneurship-Kurse in den Lehrplänen verbindlich zu verankern. Im Bereich der Universitäten sollten insbesondere bei technisch orientierten Studiengängen ***Gründungsseminare*** Pflichtkurse werden. Insbesondere müssen universitäre Forschungsergebnisse, gerade auch im Bereich technischer Hochschulen, durch den Aufbau einer entsprechenden Infrastruktur zügig in marktfähige Produkte umgesetzt werden. Technologieparks, die sich in unmittelbarer Nähe der Universitäten ansiedeln sind hierfür eine geeignete Voraussetzung. Insgesamt muß ein umfassendes Netzwerk zwischen Forschung, Hochschulen und Wirtschaft geknüpft werden, daß eine ***Querschnittskommunikation*** ermöglicht und eine Zusammenarbeit fördert. Vorbild hierfür sind wiederum die USA. So profitierten die Venture Capital Firmen in Silicon Valley insbesondere von Forschungsergebnissen der Eliteuniversitäten Stanford und Berkeley.

- Die deutsche Finanzierungskultur ist zu risikoscheu !

In Deutschland erfolgt die Unternehmensfinanzierung neben der Selbstfinanzierung vor allem durch die ***Kreditfinanzierung*** im Rahmen unseres Bankensystems. Demgegenüber kommt in den USA der Beteiligungsfinanzierung, sowohl im institutionellen Rahmen als auch durch Privatpersonen ein wesentlich stärkeres Gewicht zu. Einer der Hauptgründe hierfür dürfte wohl in der unterschiedlichen ***Kapitalmarktverfassung*** beider Länder liegen. Während im deutschen Rechtssystem vor allem dem Gläubigerschutz Priorität eingeräumt wurde, läßt das amerikanische Rechtssystem wesentlich mehr Raum für eine effektive Vertretung der Anteilshaber.

Ein ***Vorteil*** des deutschen Systems der Kreditfinanzierung durch Banken ist sicherlich, daß im Rahmen einer umfassenden Kreditwürdigkeitsprüfung die Erfolgchancen von Unternehmen und Projekten im Vorfeld einer Finanzierung eingehend gewürdigt werden. Offensichtlich unsinnige Projekte werden so schon im Vorfeld ausselektiert. Problematisch ist jedoch in diesem Zusammenhang, daß diese Bewertung in der Regel von Bankern vorgenommen wird,

die im Zweifel nur unzureichende Kenntnisse von dem neuen Produkt und dem Marktumfeld haben in dem sich das junge Unternehmen bewegt. Dies kann dazu führen, daß unter Umständen Ideen eliminiert werden, die anfangs wenig erfolgversprechend schienen im weiteren Verlauf aber spektakuläre Erfolge aufweisen können. Als Beispiele aus dem amerikanischen Raum seien hier Sun Microsystem oder Intel genannt.

Ein gravierender *Nachteil* des in Deutschland stark verankerten Gläubigerschutzes liegt in dem Umstand, daß der Kapitalgeber im Rahmen des Kreditvertrages nicht am Unternehmenserfolg beteiligt wird, jedoch die Folgen eines Konkurses im vollen Umfang durch den Verlust seiner Einlage zu tragen hat. Dies erweist sich insbesondere für junge innovative Unternehmen als Nachteil, da ihre Finanzierung aufgrund der ungewissen Unternehmensentwicklung in weit aus größerem Maße von der Gefahr eines Kreditausfalls bedroht ist. Im Ergebnis führt dies zu einem extrem risikoaversen Verhalten bei der Kreditvergabe.

Im Falle einer *Beteiligungsfinanzierung*, die eine Partizipation am Unternehmenserfolg mit einschließt, würde sich das aufgezeigte Problem so nicht stellen, da auftretende Ausfälle durch spektakuläre Erfolge einiger weniger High Flyer überkompensiert werden könnten. Junge Unternehmen deren einziges Kapital in ihren Zukunftsperspektiven besteht haben deshalb in Deutschland nur in unzureichendem Umfang Zugang zur Kreditfinanzierung durch Banken. Im Hinblick auf das Gelingen ihres unternehmerischen Vorhabens sind sie dementsprechend auf die Zuführung von externem Eigenkapital angewiesen.

Deshalb wird es die Aufgabe einer neuen Bundesregierung sein Rahmenbedingungen für die Bereitstellung von professionell gemanagtem Venture Capital zu schaffen. Hierbei liegt die Betonung auf dem Wort '*professionell*'. Denn nur derjenige der die Risiken junger Unternehmen professionell bewertet kann auch von ihren Chancen profitieren. Professionell gemanagtes Kapital, das von Markt, Technik und Management etwas versteht ist der Schlüssel zum Erfolg. Seine Existenz ist gleichsam Voraussetzung für das Entstehen einer neuen Finanzierungskultur, in der innovative kleine und mittlere Unternehmen eine Entwicklungschance bekommen.

These 9:

Eine neue Bundesregierung hat die Aufgabe Rahmenbedingungen für die Bereitstellung von professionell gemanagtem Venture Capital zu schaffen.

- Mehr Risikokapital durch steuerliche Rahmenbedingungen !

Die Steuergesetzgebung ist von entscheidender Bedeutung für alle Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen einer Unternehmung, da sie die Wahl des Finanzierungsmediums von Unternehmen und die Attraktivität von Anlagemöglichkeiten für potentielle Kapitalgeber beeinflusst. Der Steuergesetzgeber kann durch die Gestaltung des steuerlichen Rahmens die Kapitalallokation auf den Finanzmärkten nachhaltig lenken.

These 10:

Langfristig ist die Neutralität des Steuerrechts in Bezug auf die unterschiedlichen Anlageformen zu fordern. Nicht zusätzliche steuerliche Vergünstigungen, sondern der Abbau von wettbewerbsverzerrenden steuerlichen Privilegien in Bezug auf unterschiedliche Anlageformen sollte der Leitfaden für politisches Handeln sein.

Für Unternehmensfinanzierungen durch Beteiligungskapital gibt es im deutschen Steuerrecht jedoch keine Sonderregelungen. Vielmehr hängt die Besteuerung beim Kapitalgeber, beim Beteiligungsnehmer und bei der Beteiligungsgesellschaft von der Beteiligungsform sowie der Rechtsform der beiden zuletzt genannten Akteure ab. Steuerbegünstigt ist demnach eine Beteiligungsgesellschaft in der Rechtsform einer Personengesellschaft, weshalb eine Anzahl renditeorientierter Beteiligungsgesellschaften in Deutschland auch in der Rechtsform einer KG oder GmbH & Co. KG geführt werden. Hinzu tritt, daß die Bereitstellung von Beteiligungskapital im Vergleich zu anderen Anlageformen (Immobilien/Schiffe) von der deutschen Steuergesetzgebung erheblich benachteiligt wird.

So hat die steuerliche Privilegierung von Schiffsbeteiligungen in den vergangenen Jahren dazu geführt, daß deutsche Anleger erhebliche Summen in diese Anlageform investiert haben. So verdreifachte sich im Zeitraum 1989-1994 das bereitgestellte Kapitalvolumen für Schiffsbeteiligungen u.a. in Korea auf 1,5 Mrd DM. Hintergrund für dieses im Vergleich zum Beteiligungskapitalmarkt für innovative Unternehmen dynamische Wachstum war die Möglichkeit der unbegrenzten steuerlichen Abzugsfähigkeit und Verrechnungsmöglichkeit von angefallenen Verlusten, selbst für den Fall, daß die Haftung der Schiffsinvestoren auf die Höhe ihrer Einlage begrenzt blieb. Zwischenzeitlich wurde die Möglichkeit einer unbegrenzten steuerlichen Abzugsfähigkeit zwar eingeschränkt, immerhin sind aber seit 1995 noch

Verluste bis zur Höhe von 125% der haftenden Einlage steuerlich abzugsfähig. Zwar können grundsätzlich auch Investoren einer Beteiligungskapitalgesellschaft die Möglichkeit einer Steuerersparnis durch die Konstruktion einer Mitunternehmerschaft für sich in Anspruch nehmen. Verluste können hierbei jedoch nur bis zur Höhe der Einlage selbst geltend gemacht werden. Darüber hinaus kennt das deutsche Steuerrecht Vergünstigungen im Rahmen der Wohnungsbauförderung oder die steuerliche Privilegierung der Kapitallebensversicherung.

Die Folge von derartigen steuerlichen Ausnahmeregelungen ist, daß Anleger mit einer hohen individuellen Einkommensbesteuerung alleine durch derartige Steuervergünstigungen häufig eine beachtliche Rendite erwirtschaften. Über die Qualität des Investments ist damit jedoch noch nichts ausgesagt. Vielmehr stellen diese kapitalenkenden Vergünstigungen eine Wettbewerbsverzerrung zwischen den unterschiedlichen Anlagearten dar. Im Ergebnis führen diese wirtschaftslenkenden Steuervergünstigungen zu einem Mangel an Risikokapital für innovative oder wachstumsträchtige Unternehmen. Dieser Mangel resultiert aber nicht aus einem Mangel an risikobereitem Kapital insgesamt, sondern ist das Ergebnis einer bewußten steuerlichen Bevorzugung bestimmter Anlageformen.

These 11:

Die neue Bundesregierung wird deshalb aufgefordert eine zeitlich begrenzte Förderung für Investitionen in arbeitsplatzschaffendes Produktivvermögen zu initiieren, um zumindest die steuerliche Benachteiligung dieser Anlageform zu neutralisieren bzw. sie gezielt zu fördern.

Die steuerliche Förderung von Venture Capital kann jedoch aus wettberwerbspolitischen Gründen und vor dem Hintergrund der langfristigen Zielsetzung nach steuerlicher Neutralität in Bezug auf verschiedene Anlageformen nur vorübergehend als Anschubfinanzierung erfolgen. So ist von der Bundesregierung die steuerliche Freistellung von Kapitalerträgen auch für *institutionelle Anleger* zu fordern, die Venture Capital Investments vornehmen. Denkbar ist in diesem Zusammenhang ein Modell, daß dem institutionellen Anleger die Realisierung von steuerfreien Veräußerungserlösen bis zum 5fachen des eingesetzten Kapitals nach Ablauf einer bestimmten Haltefrist (z. Bsp. nach 5-8 Jahren) erlaubt. Auf der Ebene der *Unternehmen* ist nach israelischem Vorbild eine steuerliche Bevorzugung junger Technologieunternehmen dergestalt zu fordern, daß sie in den ersten fünf bis zehn Jahren z. Bsp. von der Körperschaftsteuer befreit werden. Auf der Ebene der *privaten Anleger* ist Beschäftigten von

Unternehmen die Möglichkeit einzuräumen, Anteilsansprüche zu erwerben, ohne daß dies sofort als geldwerter Vorteil versteuert werden muß.

- Leistungsfähige Exitkanäle schaffen !

These 12:

Unter ordnungspolitischen Gesichtspunkten ist die Forderung nach mehr Wettbewerb im Emissionsgeschäft aufzustellen. Wir brauchen in Deutschland eine Kultur von Investmentbanken, um den Zeitraum von der Unternehmensgründung bis zum Börsengang erheblich zu verkürzen. Deshalb muß die neue Bundesregierung Anreize für einen Markteintritt von Investmentbanken schaffen, damit diese sich verstärkt auf dem deutschen Markt engagieren.

Beteiligungsgesellschaften unterstützen kleine und mittlere Unternehmen mit Managementberatung und Finanzmitteln für einen gewissen Zeitraum und mit dem Ziel nach erfolgreicher Entwicklung der Unternehmung aus ihr mit einem überdurchschnittlich hohen Gewinn auszusteigen. Letzterer ist Voraussetzung dafür, daß institutionelle oder auch private Anleger ihre Gelder in Venture Capital Fonds und nicht in alternative Anlageformen investieren. Grundsätzlich lassen sich hierbei vier Exitkanäle unterscheiden:

1. Rückkauf der Anteile der Venture Capital-Gesellschaft durch den Unternehmer („***Pay back***“).
2. Die Übernahme der Anteile einer Venture Capital-Gesellschaft durch einen industriell interessierten Investor („***Trade sale***“).
3. Die Übernahme der Anteile durch einen finanziell interessierten Investor („***Secondary purchase***“).
4. Die Börseneinführung des Unternehmens, bei der sich die Venture Capital-Gesellschaft von ihren Anteilen trennt („***Going public***“).

Berücksichtigt man bei der Wahl des optimalen Exit Weges, daß die wirtschaftliche Selbständigkeit der Unternehmung gewahrt bleiben soll und ihr nicht übermäßig Liquidität entzogen wird, dann stellt sich das Going Public wohl als die geeignetste Exitvariante heraus. Darüber hinaus läßt sich durch einen Börsengang oftmals ein höherer Veräußerungserlös erzielen als durch die anderen aufgeführten Exitvarianten. In Deutschland ist das Going Public

in der Vergangenheit jedoch eher selten zu beobachten gewesen. So dauert es im Schnitt 41 Jahre bis eine Unternehmung bei uns den Börsengang wagt. In den USA liegt die durchschnittliche Zeitspanne für ein Initial Public Offering (IPO) bei 14 Jahren. Die Bereitschaft amerikanischer Kapitalgeber wird im wesentlichen von der Hoffnung getragen relativ schnell und in ihrer Dimension außerordentlich große Gewinne bei der Börseneinführung zu verwirklichen. Sofern in den letzten Jahren bei uns Unternehmen doch den Gang an die Börse wagten, handelte es sich um größere mittelständische Unternehmen mit einer entsprechend langen Firmentradition und einer entsprechend hohen Reputation. Diese kamen denn auch den Vorstellungen der emissionsbegleitenden Banken eher entgegen als kleinere Unternehmen und solche aus den High-Tech Branchen. Dieser Trend wird auch durch die Zahlen des Bundesverbandes deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) für das Jahr 1996 bestätigt, die als Exit Kanäle im Bereich von VC-Finanzierungen vor allem Trade sales und Rückkäufe ausweisen.

Tabelle 1: Exitkanäle in Deutschland 1996

Exitweg	Prozent
Buy Back	56 %
Trade Sale	31 %
Secondary purchase	3 %
Going Public	9 %

Quelle: Jahrbuch BVK 1997

Der erheblich frühere Börsengang junger Unternehmen in den USA beruht aber im wesentlichen auf einem leichteren *Börsenzugang* und *funktionsfähigeren Sekundärmärkten*. Mit der NASDAQ besitzen die USA einen sehr gut entwickelten Markt über den Anteile an jungen Unternehmen aufgrund seiner hohen Liquidität schnell weiterveräußert oder im Falle eines Beteiligungsportfolios umgeschichtet werden können. Im Ergebnis wird dadurch die Bereitschaft zu einem langfristigen Engagement gerade auch bei institutionellen Investoren gefördert.

Bezogen auf den organisierten Kapitalmarkt in Deutschland liegt ein zentrales Problem darin, daß das Emissionsgeschäft von den Banken dominiert wird und die Börsen durch sie

kontrolliert werden. De facto bestimmen sie (und nicht die gesetzlichen Zulassungsvoraussetzungen) die Kriterien für die Börsenreife eines Unternehmens. Das bedeutet, daß die faktisch bestehenden Eintrittsvoraussetzungen die gesetzlichen Mindestvoraussetzungen deutlich übersteigen. So betrug das durchschnittliche Volumen der Neuemissionen im amtlichen Handel im Zeitraum 1990-1995 19 Mio DM (gesetzliches Mindestvolumen: 2,5 Mio DM im Amtlichen Handel, 500 TDM im Geregelteten Markt). Hinzu kommt, daß auch im Hinblick auf das geforderte Umsatzvolumen von vielen Emissionsbanken die Meßlatte mit 100 Mio. DM für junge Unternehmen unerreichbar hoch liegt. Eine Erklärung derart restriktiv formulierter Markteintrittskriterien mag einerseits in einer generellen Risikoaversität unseres Bankensystems begründet liegen. Andererseits beeinflussen jedoch auch gesetzliche Regelungen der *Prospekthaftung* und die *Kosten der Emissionsbegleitung* das in Rede stehende Anforderungsprofil.

Bei geringen Emissionsbeträgen sinkt die Rentabilität der Börseneinführung für die Bank, da prozentual vom Emissionsbetrag 4-7% honoriert werden, die Vorbereitungskosten für die Emission einer kleinen Gesellschaft aber kaum geringer sind, als bei größeren Emissionsbeträgen. So werden die Mindestkosten einer Emission von Bankenvertretern mit TDM 500 angegeben, was unter Berücksichtigung eines Provisionsatzes von 5% ein Emissionsvolumen von 10 Mio DM erfordert.

Darüber hinaus besteht die Gefahr, daß sie im Rahmen der Prospekthaftung für Verlustfälle, die naturgemäß bei jüngeren Unternehmen eher auftreten können, haftbar gemacht werden. Allerdings sollte dieses Argument nicht überbewertet werden. Unabhängig von der Prospekthaftung würden Emissionsbanken ohnehin von den Anlegern nicht aus der Verantwortung entlassen. Mißlungene Plazierungen schädigen deshalb mit oder ohne Prospekthaftung den Ruf der emissionsbegleitenden Bank. Außerdem gewinnt die Prospektpublizität sowieso für viele Anleger erst durch die Anlageberatung ihrer Bank an Bedeutung. Aktien innovativer Unternehmen weisen jedoch erhöhte Risiken auf. Insoweit liegt es in der Natur der Sache, daß Anlageberater diese riskanteren Werte, die durchaus über ein hohes Potential verfügen, nicht aktiv empfehlen werden. Sie ersparen sich dadurch Ärger. Ihr Interesse wird sich vielmehr auf „blue chips“ und liquide Märkte konzentrieren.

Ein weiterer Grund für die geringe Börsenemissionstätigkeit in Deutschland dürfte darin liegen, daß auf Seiten kleiner und mittlerer Unternehmen eine gewisse Scheu vorhanden ist, die Rechtsform der Aktiengesellschaft zu wählen. Gründe hierfür dürften insbesondere in den

damit verbundenen Publizitätspflichten und Mitbestimmungsrechten liegen. Diese Besonderheit des deutschen Kapitalmarktes wird zudem dadurch verstärkt, daß die überwiegende Finanzierung von Unternehmensinvestitionen durch langfristige Kredite erfolgt.

Insgesamt kann jedoch festgestellt werden, daß *hohe Markteintrittsbarrieren* junge Unternehmen vom Börsengang abhalten. Anders als in den USA existiert in Deutschland durch den Bankensektor ein quasi Monopol im Emissionsgeschäft, daß bisher eine Entwicklung zu einer *Kultur von Investmentbanken* verhindert hat. Deutsche Banken waren bisher aus den genannten Gründen nicht an „kleinen“ Börseneinführungen (IPOs) interessiert.

Als *Beispiel* für eine von Banken zurückgewiesene Nachfrage sei die Ultimaco Safeware AG aus Oberursel angeführt. Der Weltmarktführer für PC-Sicherheit mit einem Umsatz von 25 Mio DM p.a. und einer gezahlten Dividende von 13,75 DM auf eine 50 DM Aktie wurde von den Banken mit dem Hinweis auf das zu geringe Umsatzvolumen abgewiesen.

Allerdings existiert bisher auch keine wirkliche Konkurrenz durch ausländische Investmentbanken oder bankenunabhängige Wertpapierhandelshäuser. Demgegenüber werden in den USA kleine technologieorientierte Börseneinführungen durch spezialisierte kleinere Banken vorgenommen.

These 13:

Deutschland benötigt ein Börsensegment, welches zum Ziel hat junge innovative Unternehmen zu fördern und auf künstliche Markteintrittsschranken weitgehend verzichtet. Vorbild hierfür ist der „alternative investment market (AIM)“ in Großbritannien, der keine derartigen Zulassungsvoraussetzungen kennt. In diesem Zusammenhang ist eine privatrechtliche Organisation dieses alternativen Marktes sinnvoll, die in Konkurrenz zu den bestehenden Börsensegmenten steht.

Die deutsche Börse AG versucht mit der Einrichtung des „*Neuen Marktes*“ das Exit Problem insbesondere für innovative Wachstumsunternehmen zu lösen. Im Unterschied zum Amtlichen Handel oder dem Geregelten Markt begleitet ein „Betreuer“, in Gestalt einer Bank oder einer Unternehmensberatung bzw. eines Wirtschaftsprüfers, die Börseneinführung und sorgt für die Liquidität der Aktie. Darüber hinaus begleitet er zukünftige Kapitalerhöhungen und informiert über den Handel. Inzwischen verzeichnet der „Neue Markt“ ein beachtliches Handelsvolumen. Es vergeht kaum ein Monat in dem nicht ein oder zwei neue Unternehmen

in diesem Marktsegment notiert werden. Insoweit ist die Einrichtung des „Neuen Marktes“ zu begrüßen, zumal auch das Unternehmensalter der Börsenkandidaten erheblich gesunken ist. Gleichwohl werden in diesem Marktsegment nur Unternehmen notiert, die gewisse Mindestanforderungen (10 Mio DM Emissionsvolumen; mindestens 15, möglichst 25% Streubesitz; möglichst 50% der Emission sollen einer Kapitalerhöhung dienen) im Hinblick auf Größe und Publizitätserfordernisse erfüllen. Insoweit muß kritisch hinterfragt werden, inwieweit dieses Anforderungsprofil von jungen Unternehmen wirklich erfüllt werden kann und der „Neue Markt“ als Lösung der Exitproblematik insgesamt in Deutschland anzusehen ist.

- Der Staat als Triebfeder für die Mobilisierung von Venture Capital !

These 14:

Eine neue Bundesregierung hat die Aufgabe die Vielzahl von Fördermaßnahmen auf Bundes- und Landesebene in einem oder einigen wenigen Fördermaßnahmen zusammenzuführen. Darüber hinaus sollte sie bei neuen staatlichen Initiativen das Stadium des Modellversuchs überwinden und ein der öffentlichen Kreditfinanzierung vergleichbares Programm auflegen.

Die Neigung vieler mittelständischer Unternehmen externes Eigenkapital nur sehr zurückhaltend im Bereich der Unternehmensfinanzierung zu verwenden wird auch durch unser heutiges **System der Mittelstandsförderung** beeinflusst. Traditionell konzentrieren sich die Instrumente der öffentlichen Finanzierungsförderung darauf den Kreditfinanzierungsspielraum mittelständischer Unternehmen zu erweitern bzw. finanzielle Engpässe durch die Bereitstellung von zinsgünstigem Fremdkapital zu überbrücken. Eine Vielzahl von Förderprogrammen für die unterschiedlichsten Finanzierungsanlässe haben auf Landes-, Bundes und EU-Ebene die Herausbildung einer Kreditfinanzierungsmentalität gefördert. Im Ergebnis verlor dadurch die reine Bankfinanzierung, die nur zu Kapitalmarktkonditionen und bei angemessener Risikokapitalausstattung erfolgen kann, wegen höherer Kosten für viele Unternehmen an Attraktivität. Darüber hinaus beeinflussen öffentliche Kreditförderprogramme aber nicht nur den privaten Markt für Fremdkapital, sondern wirken in Bezug auf eine externe Eigenkapitalfinanzierung substituierend. Dementsprechend wird die Notwendigkeit zur Beteiligungsfinanzierung weniger dringlich.

Allerdings stößt eine exzessive Kreditfinanzierung durch öffentliche Kreditförderprogramme insbesondere bei hohen unternehmerischen Risiken auch an ihre Grenzen bzw. ist aus Gründen der Finanzierungsstruktur einer Unternehmung auch nicht sinnvoll. Hier setzen dann öffentliche Programme zur Risikokapitalfinanzierung an. Mittelständische Beteiligungsgesellschaften und spezielle Programme für Beteiligungskapital stellen kapitalnachfragenden Unternehmen Beteiligungskapital meist in Form einer stillen Beteiligung zu besonders günstigen Konditionen mit einem festgelegten Maximalentgelt zur Verfügung. Mitspracherechte und die Beteiligung an Wertsteigerungen des Unternehmens sind meist ausgeschlossen. In der Folge wird die Notwendigkeit privatwirtschaftlich generiertes Beteiligungskapital zu akquirieren durch derart gestaltete Förderkonditionen weiter zurückgedrängt.

Im Hinblick auf die Bewertung von öffentlichen Programmen zur Förderung von Unternehmensgründungen ist grundsätzlich zwischen der herkömmlichen Existenzgründungsförderung und den technologieorientierten Förderprogrammen zu unterscheiden. Für den Fall einer *herkömmlichen Existenzgründung* stehen insbesondere das *Eigenkapitalhilfeprogramm (EKH)* und das *ERP Darlehensprogramm* für Finanzierungszwecke zur Verfügung. Allerdings sind beide Programme nur bedingt geeignet innovative Unternehmensgründungen zu fördern. Problematisch erscheint bei diesen Programmen jedoch, daß als Bemessungsgrundlage für die Ermittlung des Finanzierungsbetrages im Grundsatz, die bei einer Gründung anfallenden Investitionskosten zugrundegelegt werden. Diese sind jedoch bei innovativen Gründungsunternehmen vergleichsweise niedrig. Vielmehr überwiegen in diesem Segment der Unternehmensgründungen betriebsmittelbedingte Aufwendungen (i.b. Personalkosten im Entwicklungsbereich). Letztere werden jedoch weder durch das EKH noch durch das ERP Darlehensprogramm mitfinanziert. Ein Ansatz um die Startsituation junger Technologieunternehmen in diesem Bereich zu verbessern, könnte darin bestehen, eine auf fünf Jahre begrenzte wachstumsorientierte Personalkostenzulage (für F&E Personal) jungen technologieorientierten Unternehmen zu gewähren, sobald ein seriöser Kapitalgeber eine erhebliche Beteiligung zugesagt hat.

Auf dem Gebiet der *technologieorientierten Förderprogramme* gab es in der Vergangenheit eine Reihe von Initiativen, die meist in der Form eines Modellversuchs technologieorientierte Unternehmensgründungen anregen sollten um dadurch einen privatwirtschaftlich getragenen

Markt für Risikokapital in Deutschland zu initiieren. Den Anfang machte 1983 der auf fünf Jahre angelegte Modellversuch des BMBF zur „**Förderung technologieorientierter Unternehmensgründungen**“ (TOU). Dieses Programm förderte neugegründete und junge Technologieunternehmen mit nicht rückzahlbaren Zuschüssen, Kreditbürgschaften und beinhaltete eine Beratungskomponente. Eine nachhaltige Erhöhung des privaten Risikokapitalangebotes konnte im Ergebnis durch diesen Modellversuch jedoch nicht erzielt werden. Deshalb kam es Ende der achtziger Jahre zu einer Art Paradigmenwechsel. Nicht Zuschüsse sondern konkrete Anreize für Beteiligungsgeber wurden in einem weiteren Modellversuch unter der Bezeichnung „**Beteiligungskapital für junge Technologieunternehmen**“ (BJTU) geboten. Der Modellversuch verband dabei die indirekte Förderung technologieorientierter Unternehmensgründungen mit der Nutzung professionellem Know How von privaten Beteiligungskapitalgesellschaften. Das BJTU lief Ende 1994 aus und führte zu einer deutlichen Stimulierung des Beteiligungskapitalmarktes und insbesondere auch zur Gründung spezieller Seed-Capital Gesellschaften. Neben dem gewünschten Finanzierungseffekt bewirkte dieser Modellversuch eine erhöhte Akzeptanz des Finanzierungsinstruments Beteiligungskapital bei Unternehmensgründern.

Die neue Bundesregierung sollte sich deshalb bei der Gestaltung zukünftiger Förderprogramme an diesem gelungenen Versuch orientieren und ihn auf weitere Bereiche (Dienstleistungen, Vertrieb und Produktion) ausweiten, zumal die Kosten im Verhältnis zu den Vorteilen (Steueraufkommen, Arbeitsplatzbeschaffung) relativ gering sind.

Die Ergebnisse dieses Modellversuchs sollten jedoch trotz seiner belebenden Wirkung nicht überschätzt werden. Vielmehr blieb der deutsche Beteiligungskapitalmarkt im Vergleich zu den USA oder Großbritannien unterentwickelt. Insbesondere blieb das Beteiligungsengagement im Bereich der Frühphasenfinanzierung enttäuschend. Im Ergebnis gelang es durch diesen Modellversuch nicht in Deutschland einen privatwirtschaftlich getragenen Risikokapitalmarkt für Frühphasenfinanzierungen zu etablieren.

Hieran schloß sich 1995 der Modellversuch „**Beteiligungskapital für kleine Unternehmen**“ (BTU) an, der ebenfalls die Entwicklung eines Beteiligungsmarktes für junge Technologieunternehmen zum Ziel hat. Für die neuen Bundesländer erfolgt die Förderung von technologieorientierten Unternehmensgründungen unter der Bezeichnung **FUTOUR**.

Die Technologiebeteiligungsgesellschaft der Deutschen Ausgleichsbank (tbG) kann darüber hinaus stille Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen in einer Höhe bis zu 3 Mio DM eingehen. Voraussetzung hierfür ist, daß ein weiterer Beteiligungsgeber sich mit der gleichen Summe beteiligt (Koinvestmentvariante). Unter bestimmten Voraussetzungen hat der Kapitalgeber dann die Möglichkeit innerhalb von fünf Jahren seine Beteiligung an die tbG rückzüberäußern. In diesem Fall erhält er 50% des eingelegten Kapitals von der tbG zurück. Für die Zukunft ist anzuregen, daß die tbG künftig auch eigene offene Beteiligungen eingehen darf, um durch ihr Marktverhalten den übrigen Marktteilnehmern Nachfragepotentiale und Ertragschancen zu signalisieren. Durch die Öffnung der bestehenden Förderprogramme im Hinblick eine offene Beteiligungspolitik könnte privates Venture Engagement zusätzlich angeregt werden.

Insgesamt ist die Förderung junger innovativer Unternehmen durch den Bund und die Länder durchaus bedarfsgerecht, zumal private Investoren aus den dargelegten Gründen eher zurückhaltend in diesem Marktsegment agieren. Die Förderung und Anregung privater Risikokapitalbereitstellung durch öffentliche Förderprogramme macht somit auch weiterhin Sinn.

Zu bezweifeln ist aber, daß durch öffentliche Förderprogramme alleine dauerhaft eine Steigerung des privaten Risikokapitalangebotes erreicht wird. Hierzu ist es vielmehr wichtig die bereits diskutierten Rahmenbedingungen dauerhaft im Hinblick auf eine Risikokapitalkultur zu verbessern.

Essen, den 04. Juli 1998

Überblick

These 1:

Der Gesetzgeber und die Träger des Kapitalmarktes sind gefordert, die notwendigen Rahmenbedingungen für einen funktionierenden Risikokapitalmarkt in Deutschland zu schaffen.

These 2:

Innovative Unternehmensgründungen und junge Unternehmen müssen durch Eigenkapital finanziert werden, denn sie erfordern insbesondere dann wenn sie technologieorientiert sind, über einen vergleichsweise langen Zeitraum Kapital, welches überproportionalen Chancen und Risiken ausgesetzt ist. Deshalb wird Kapital benötigt, welches die Anlaufverluste der Unternehmung ausgleicht, in vollem Umfang haftet und im übrigen die Liquidität der Unternehmung schont.

These 3:

Dem Beteiligungskapitalmarkt oder Venture Capital Markt kommt im Rahmen der Eigenmittelfinanzierung von jungen innovativen Unternehmen durch Dritte die entscheidende Bedeutung zu. Trotz einer dynamischen Entwicklung des deutschen Beteiligungskapitalmarktes im Verlauf dieses Jahrzehnts ist er jedoch im Vergleich zu den USA oder Großbritannien unterentwickelt.

These 4:

Innovative Unternehmen müssen ein ausgeprägtes Investor-Relations-Verständnis entwickeln, eine professionelle Öffentlichkeitsarbeit betreiben, ihre Publizitätsscheu abbauen und insgesamt durch eine verbesserte Unternehmenspräsentation Reputation aufbauen. Nur wer um potentielle Kapitalgeber wirbt, Informationsdefizite abbaut und

offenen für externen Sachverstand ist wird auch Kapital erhalten und erfolgreich am Markt agieren können.

These 5:

Deutschland braucht eine entwickelte Aktienkultur !

These 6:

Unternehmer brauchen die Möglichkeit einer zweiten Chance !

These 7:

Die Regierungen der Bundesländer sind aufgefordert Gründungslehrstühle an den Universitäten einzurichten, an denen gezielt unternehmerisches Denken und Handeln gefördert wird.

These 8:

Die Landesregierungen werden aufgefordert im Rahmen einer umfassenden Reform der schulischen und universitären Ausbildung die Gründungsbereitschaft gezielt zu fördern. Hierzu müssen die Lehrpläne entsprechend angepasst werden und die Querschnittskommunikation zwischen Hochschule, Forschung und Wirtschaft durch eine leistungsfähige Infrastruktur verbessert werden.

These 9 :

Eine neue Bundesregierung hat die Aufgabe Rahmenbedingungen für die Bereitstellung von professionell gemanagtem Venture Capital zu schaffen.

These 10:

Langfristig ist die Neutralität des Steuerrechts in Bezug auf die unterschiedlichen Anlageformen zu fordern. Nicht zusätzliche steuerliche Vergünstigungen, sondern der Abbau von wettbewerbsverzerrenden steuerlichen Privilegien in Bezug auf unterschiedliche Anlageformen sollte der Leitfaden für das steuerpolitische Handeln einer neuen Bundesregierung sein.

These 11:

Die neue Bundesregierung wird deshalb aufgefordert eine zeitlich begrenzte steuerliche Förderung für Investitionen in arbeitsplatzschaffendes Produktivvermögen zu initiieren, um zumindest die steuerliche Benachteiligung dieser Anlageform zu neutralisieren bzw. sie gezielt zu fördern.

These 12:

Unter ordnungspolitischen Gesichtspunkten ist die Forderung nach mehr Wettbewerb im Emissionsgeschäft aufzustellen. Wir brauchen in Deutschland eine Kultur von Investmentbanken, um den Zeitraum von der Unternehmensgründung bis zum Börsengang erheblich zu verkürzen. Deshalb muß die neue Bundesregierung Anreize für einen Markteintritt von Investmentbanken schaffen, damit diese sich verstärkt auf dem deutschen Markt engagieren.

These 13:

Deutschland benötigt ein Börsensegment, welches zum Ziel hat junge innovative Unternehmen zu fördern und auf künstliche Markteintrittsschranken weitgehend verzichtet. Vorbild hierfür ist der „alternative investment market (AIM)“ in Großbritannien, der keine derartigen Zulassungsvoraussetzungen kennt. In diesem Zusammenhang ist eine privatrechtliche Organisation dieses alternativen Marktes sinnvoll, die in Konkurrenz zu den bestehenden Börsensegmenten steht.

These 14:

Eine neue Bundesregierung hat die Aufgabe die Vielzahl von Fördermaßnahmen auf Bundes- und Landesebene in einem oder einigen wenigen Fördermaßnahmen zusammenzuführen. Darüber hinaus sollte sie bei neuen staatlichen Initiativen das Stadium des Modellversuchs überwinden und ein der öffentlichen Kreditfinanzierung vergleichbares Programm auflegen.

