

# **Neuere Entwicklungen der Gründungs- und Wachstumsfinanzierung**

Dietmar Grichnik\*

2001

Vortrag anlässlich einer Informations- und Vortragsveranstaltung  
des Zentrums für Fernstudium und Weiterbildung am 9.11.2001  
im Innovationszentrum Lübeck  
der Medizinischen Universität zu Lübeck

---

\* Dr. Dietmar Grichnik, Wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für  
Bank- und Finanzwirtschaft, Fernuniversität Hagen

Sehr geehrte Damen und Herren,

zu Beginn meines Vortrags möchte ich den spanischen Schriftsteller José Maria Gironella zitieren. Er sagte einmal: „Es ist besser, jemandem eine Idee in den Kopf zu setzen, als ihm eine Münze in die Tasche zu stecken.“

Stellt man dieses Zitat in den Kontext der heutigen Veranstaltung, so ist festzustellen: die Ideengenerierung ist sicher essentiell für den Vorgang der Unternehmensgründung — sie wird bestimmt auch im Vortrag meines Kollegen, Herrn Dr. Walterscheid Gegenstand der Betrachtung sein. In meinem Referat möchte ich demgegenüber aufzeigen, daß es sehr wohl früher oder später unerlässlich sein wird, dem Unternehmensgründer zur Realisierung seiner Idee auch ein oder zwei Münzen in die Tasche zu stecken.

Ich will dies nicht — nur — auf einer abstrakten Ebene tun, sondern einzelne Aspekte exemplarisch konkretisieren. Diese Vorgehensweise bedingt eine gewisse Subjektivität bei der Auswahl — und sicher auch bei der Bewertung — von Aspekten, erscheint mir aber geboten, um Ihnen die neueren Entwicklungen in der Gründungs- und Wachstumsfinanzierung zu verdeutlichen.

Das Thema will ich aus fünf Perspektiven beleuchten:

Zunächst stelle ich Ihnen vergegenwärtigend die Leitidee meines Referates vor: Sowohl im praktischen als auch im theoretischen Fokus ist der Gründungs- und Wachstumsfinanzierung etwas Eigenes bzw. Eigentümliches abzugewinnen, die ihre besondere Behandlung in Praxis und Wissenschaft rechtfertigt. Sodann ist zum besseren Verständnis das Betrachtungsobjekt — die Finanzierungsform Venture Capital — genauer abzugrenzen. Im Anschluß daran will ich Ihnen ein skizzenhaftes Bild vermitteln von den relevanten Bestimmungsfaktoren für die Gründungs- und Wachstumsfinanzierung. Dies sind zunächst die Veränderungen der gesetzlichen und institutionellen Rahmenbedingungen in Deutschland, durch die zum Beispiel mit der Einführung des Neuen Marktes an der Frankfurter Wertpapierbörse die Chancen und Möglichkeiten von und mit jungen innovativen Wachstumsunternehmen in Deutschland verstärkt in den Blickpunkt der Öffentlichkeit gerückt sind; auch wenn der Gang an die Börse lediglich einen — wenngleich sicher den spektakulärsten — Meilenstein in der Entwicklung

darstellt, die mit der Gründung des Unternehmens viele Jahre früher ihren Ausgangspunkt nimmt.

Sodann werde ich vor allem solche Veränderungen umreißen, die markt-immanenten Charakter aufweisen und im internationalen Kontext — in europäischer und globaler Perspektive — einer Bewertung zugeführt werden können. Die Thematik, welche Handlungsmöglichkeiten und Handlungsnotwendigkeiten sich aus diesem Bedingungsrahmen für den Unternehmer bzw. Unternehmensgründer ergeben und welche Entwicklungspotentiale für einen nachhaltigen Boom der Gründungstätigkeit in Deutschland noch zu erschließen wären, soll dann meine Betrachtung beschließen.

Zunächst zu den Spezifika der Gründungs- und Wachstumsfinanzierung, unter der grundlegend sämtliche Maßnahmen verstanden werden sollen, die den Unternehmensaufbau und frühen Expansionsprozeß v.a. junger innovativer Unternehmen in finanzieller Hinsicht begleiten.

Im praktischen Fokus zeigt sich für den Gründer eines Technologieunternehmens — als klassisches Beispiel für eine innovative Gründung — eine spezielle Problemstellung. Während Gründer auf Basis ihrer technischen Idee — als Impetus des Gründungsprozesses — das notwendige technische Know-how im Zuge von Forschungs- und Entwicklungsprozessen und durch ihre berufliche Erfahrung in der Regel mitbringen, liegen nur selten ausreichende betriebswirtschaftliche Kenntnisse in der Gründung und im Aufbau von Unternehmen vor.

In dieser Situation treffen innovative Gründer auf spezielle Probleme bei der Finanzierung ihres ökonomischen Wagnisses. Innovative Unternehmungen benötigen in der Frühphase Kapital, um beispielsweise die zur Entwicklung einer Produktidee notwendigen Forschungs- und Entwicklungsanstrengungen und den anschließenden Firmenaufbau zu finanzieren. Dabei sind sie weitgehend auf die Mittelzufuhr von außen angewiesen, weil die vorhandenen Eigenmittel oft eher gering sind und aus dem Umsatz über die gesamte Früh- und Expansionsphase hinweg in der Regel keine ausreichenden Innenfinanzierungsmittel generiert werden können. Mit den klassischen Kanälen der Aussenfinanzierung — wie Bankkrediten oder der Emission von Aktien und Schuldverschreibungen — sind sie aber kaum in der Lage, ihre Finanzierungsbedürfnisse zu befriedigen.

Warum ist das so? Junge Unternehmen besitzen zur wenig materielle Vermögenswerte, die als Kreditsicherheiten verwendet werden könnten. Ferner sollte die Kapitalzufuhr langfristig erfolgen und nicht mit einem laufenden Liquiditätsentzug durch Zins-, Dividenden- und Tilgungszahlungen einhergehen. Deshalb kommt zur Finanzierung im Kern nur haftendes Eigenkapital in Frage.

Ein gravierendes Problem stellen dabei allerdings das zeitliche Profil der mit einer Investition in Wagniskapital verbundenen Ertragserwartung sowie das außerordentlich hohe Maß an Unsicherheit dar, das einem solchen Engagement anhaftet. Eine Wagniskapitalbeteiligung führt in der Regel erst viel später zu Einnahmen — zumeist durch den Verkauf der im Wert gestiegenen Geschäftsanteile. Entwickelt sich das Unternehmen nicht wie erwartet, ist im schlimmsten Fall auch ein Totalausfall des investierten Betrags nicht auszuschließen. Wird die Innovation dagegen ein Markterfolg, kann die Wertsteigerung des Unternehmens die ursprüngliche Kapitalanlage leicht um ein Vielfaches übertreffen.

Die hohe Steuerung der Ergebnismöglichkeiten macht die Bewertung für einen potentiellen Kapitalgeber äußerst schwierig. Zu den Unwägbarkeiten zählen das tatsächliche Marktpotential des Forschungsprogramms oder des neuen Produkts, die Reaktionen der Konkurrenzunternehmen, die Stabilität der Kundenpräferenzen oder auch die unternehmerischen Qualitäten der Unternehmensgründer.

Als Kompensation für diese Risiken kalkuliert der Investor im Rahmen seiner Ertragserwartung in der Regel eine (Risiko-) Prämie ein, welche die Finanzierungskosten für junge, innovative Unternehmen tendenziell in die Höhe treibt.

Hinzu kommen beträchtliche Informationslücken potentieller Investoren gegenüber den Unternehmensgründern. Insofern besteht das Kernproblem des Marktes für „Innovationskapital“ nicht allein in der absoluten Höhe des Risikos, sondern in der Kombination von hohem Risiko und einer ungleichen Verteilung der Informationen über die „wahre“ Qualität eines Jungunternehmers einschließlich der Fähigkeiten und Absichten seines Managements. Informationsasymmetrien können grundsätzlich die Kapitalversorgung beeinträchtigen, und zwar über die bekannten Wirkungsmechanismen der „Adverse Selection“ und des „Moral hazard“.

Dieses besondere Ertrags- und Risikoprofil beschränkt den Kreis potentieller Kapitalgeber auf Personen beziehungsweise Institutionen, die bereit und in der Lage sind, hohe Risiken zu übernehmen, mögliche Kapitalverluste zu tragen und für eine längere Zeit auf Gewinnausschüttungen oder realisierbare Wertsteigerungen zu verzichten.

Ferner sollten die Investoren über spezifische vertragliche Regelungen und durch eigene Expertise darauf hinwirken, daß die Informationslücken verringert und die Anreizmechanismen so gestaltet werden, daß alle beteiligten Akteure die langfristigen Erfolgsaussichten des Start-up-Unternehmens verbessern helfen. Vor allem wegen der hohen Risiken halten sich traditionelle institutionelle Investoren wie Banken, Investmentfonds, Pensionskassen und Versicherungen als direkte Wagniskapitalgeber eher zurück.

Um diesen vielfältigen Risiken, Informations- und Anreizproblemen zu begegnen, haben sich auf Wagnisfinanzierung spezialisierte Institutionen herausgebildet. Die größte Bedeutung besitzen dabei sogenannte Kapitalbeteiligungs- bzw. Venture-Capital-Gesellschaften, die als finanzielle Intermediäre die bei den traditionellen Anlegern aufgenommenen Gelder in Wagniskapital transformieren. Da sie zumeist in mehrere Projekte gleichzeitig investieren, können die Beteiligungsgesellschaften ihr Portfoliorisiko insgesamt verglichen mit den sehr hohen Einzelrisiken erheblich reduzieren; aus diesem Blickwinkel könnten sie somit als spezielle Form von Investmentfonds aufgefaßt werden.

Doch Beteiligungsgesellschaften erbringen nicht nur Finanzierungsleistungen. Ein wesentliches Merkmal besteht vielmehr darin, daß sie in den bei den Portfoliounternehmen in der Regel umfangreiche Mitsprache- und Kontrollrechte ausüben sowie wichtige betriebswirtschaftliche Beratungsleistungen übernehmen. Da die Manager der VC-Gesellschaften oftmals selbst erfahrene Unternehmer sind und über spezielle Branchenkenntnisse verfügen, können sie Erfolg versprechende Wagnisprojekte besser identifizieren und unmittelbar zur Wertsteigerung der Portfoliounternehmen beitragen.

An dieser Stelle noch ein Wort zu den Banken und ihrer oft mißverstandenen Rolle bei der Finanzierung innovativer Unternehmensgründungen bzw. junger Wachstumsunternehmen.

Die oft monierte Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe an innovative junge Wachstumsunternehmen ist sowohl Ausfluß rationaler betriebswirtschaftlicher Überlegungen als auch aufsichtsrechtlicher Beschränkungen der Banken. Im ökonomischen Kalkül steht das benötigte Kreditvolumen — wohlgerneht das Fremdkapital — in keinem sinnvollen Zusammenhang zu den Risikokosten. Als Fremdkapitalgeber — ob Bank oder privater Investor — partizipiert man nunmal vollkommen am Risiko, aber nur beschränkt an den Chancen eines Unternehmens. Der Kredit — als Form des Fremdkapitals — ist mithin per se nur begrenzt für die Gründungs- und Wachstumsfinanzierung innovativer Unternehmen geeignet. Beim Eigenkapital sieht dies dagegen ganz anders aus — aber dazu später. Darüber hinaus ist der Spielraum der Kreditwirtschaft zur Übernahme von Risiken durch die Bankenaufsicht — Stichwort Baseler Akkord — eingeschränkt. Die Eigenkapitalunterlegungspflicht risikobehafteter Geschäfte lenkt die Aufmerksamkeit der Banken auf andere Mittelverwendungen. Dies gilt im Übrigen auch für Sparkassen und Genossenschaftsbanken, deren Risikomanagement zudem mit Blick auf die risikobehaftete Gründungs- und Wachstumsfinanzierung oft noch unzureichend ist.

Die in Deutschland bis dato dominierende Fremdfinanzierungskultur zeigt sich mithin als Hemmschuh für eine ausreichende Gründungs- und Wachstumsfinanzierung, wie die noch zu geringe Eigenkapitalausstattung innovativer Technologieunternehmen illustriert. Der in Deutschland seit Beginn der 90er Jahre aufkommende Beteiligungsmarkt rückt so in den Fokus unserer Aufmerksamkeit.

Das „Venture Capitalist“ neudeutsch keine neuartige Kapitalistengeneration beschreibt, umgekehrt Business Angels aber auch keine reinen Engel verkörpern, ist mittlerweile auch bei uns weitgehend bekannt. Mit der Einführung dieser Finanzierungsform angelehnt an US-amerikanische Vorbilder ging geradezu zwangsläufig eine Übernahme zahlreicher Anglizismen in den deutschen Sprachgebrauch einher, die eher zur Verwirrung als zur Klärung des Betrachtungsobjektes beiträgt. Die Relevanz meiner kurzen terminologischen Analyse wird evident, betrachtet man nur einen kleinen Ausschnitt des gängigen Begriffsspektrums: Risikokapital, Wagniskapital, Chancenkapital, Venture Capital, Venture Finance, Entrepreneurial Finance, Seed Financing, Startup Financing, Early Stage Financing, Bridge Financing oder Mezzanine beschreiben das Definiendum der Gründungs- und Wachstumsfinanzierung.

Ausgehend von einer Definition nach Albach bezeichnet Risikokapital eine Kapitalform, die im Konkursfall verloren geht, bei der keine Rückzahlungsverpflichtung, kein Kündigungsrecht und kein fester Zinsanspruch des Kapitalgebers besteht. Mithin handelt es sich in dieser abstrakten Definition um ein Synonym zu Eigenkapital. Gleichwohl sind die Ausstattung mit Stimmrechten, die Haftung über den zur Verfügung gestellten Betrag hinaus, der Einfluß auf die Geschäftsführung und die Gewinnverteilung — als weitere Eigenschaften des Eigenkapitals — keine konstitutiven Merkmale des Risikokapitals.

Dagegen definiert Hartmann vor 25 Jahren den Begriff Wagniskapital nicht aus der Perspektive des Kapitalgebers sondern aus Sicht des Kapitalnehmers. Wagnisfinanzierung ist demnach die Bereitstellung von Beteiligungskapital und die unternehmerische Betreuung für Innovationen in einem Stadium mit noch hohen Risiken, aber stark wachsenden Erträgen. Mit gleicher Begründung liesse sich im übrigen auch der Begriff Chancenkapital rechtfertigen, gleichwohl wird er nicht gewählt — ein kleines Indiz für die Wertung bzw. öffentliche Wahrnehmung dieser Finanzierungsform?

Die konkreteste Terminologie unseres Betrachtungsobjektes stellt der heute international übliche Begriff Venture Capital dar.<sup>1</sup> Diese Definition unterscheidet sich von den beiden anderen des deutschen Sprachraums durch die Erweiterung der Finanzierungsleistungen um beteiligungsähnliches Kapital, die sog. Mezzanine. Außerdem erfährt der Zielbereich eine Eingrenzung: Im Unterschied zur Wagnisfinanzierung werden bei der Venture-Capital-Finanzierung auch junge Unternehmen finanziert, die sich noch nicht in der Ertragsphase befinden.

Für inhaltlichen Konsens über „Gründungs- und Wachstumsfinanzierung“ empfiehlt sich, die Finanzierungssituation am Unternehmenslebenszykluskonzept zu verdeutlichen.

Die Gründungsfinanzierung setzt in der Frühphase der Unternehmensentwicklung — erkennbar am Einsatz von Venture Capital — ein. Wenngleich in der Seed-Phase die Venture-Capital-Finanzierung noch hinter der Finanzierung durch eigene Mittel und öffentliche Fördermittel zurücksteht, ist

---

<sup>1</sup> Die unterschiedlichen Abgrenzungen von Venture Capital und Private Equity im deutschen und im anglo-amerikanischen Sprachgebrauch seien hier außer acht gelassen, da sie vor allem bei statistischen Unterscheidungen relevant sind.

doch die Beurteilung der Marktchancen der Geschäftsidee zu diesem Zeitpunkt noch sehr schwierig; setzt spätestens in der Start-up-Phase, in der die Geschäftsidee zur Produktionsreife weiterentwickelt wird und die Produktionsvorbereitung abgeschlossen ist, die VC-Finanzierung mit einer Start-up-Beteiligung auf Basis eines überzeugenden Geschäftskonzeptes ein. Bei der Unternehmensgründung kann der hohe Kapitalbedarf weitgehend nur durch Eigenkapital gedeckt werden, da die anfallenden Verluste eine Fremdfinanzierung durch Banken erschweren. Dagegen erhöhen erste Erlöse in der First-Stage-Phase, in der die Produktion aufgenommen und das Produkt auf dem Markt eingeführt wird, — idealtypisch — die Kreditwürdigkeit des Unternehmens und ermöglichen so grundsätzlich auch die Aufnahme von Bankkrediten. Zum Aufbau des Vertriebsnetzes, der Produktionsanlagen und erster Marketingaktivitäten erfordert die First-Stage-Finanzierung den höchsten Einsatz fremder Mittel.

Mit dem Erreichen des Expansionsstadiums geht die Gründungsfinanzierung in eine Wachstumsfinanzierung über; dies ist der Wechsel von der Frühphasen-Finanzierung mit geringem Kapitalbedarf und hohem Finanzierungsrisiko zur Spätphasen-Finanzierung, wenn das Unternehmen die Gewinnschwelle überschreitet. Teilweise können die Kosten des Unternehmenswachstums durch Verkaufserlöse und damit im Rahmen der Innenfinanzierung kompensiert werden, so daß der Fremdmittelbedarf langsam abnimmt. Der Anteil des Venture Capital am Finanzierungsmix ist rückläufig, da die Ertragslage eine zunehmende Finanzierung über den herkömmlichen Kreditmarkt zuläßt. Beteiligte VC-Gesellschaften bereiten ihr Desinvestment ob des gestiegenen Unternehmenswertes vor, in dem sie das Unternehmen idealtypisch in eine Aktiengesellschaft umwandeln. Dies schafft die Grundlage für weitere Expansionen und für den Verkauf der Beteiligung über die Börse bzw. das Ausnutzen weiterer Exit-Kanäle. Die Desinvestition kennzeichnet hier das Ende der von uns betrachteten Wachstumsfinanzierung; die Turnaround-Finanzierung zur Überbrückung von Schwierigkeiten ist dagegen Bestandteil der Sanierungsfinanzierung.

Bevor ich auf den deutschen Beteiligungsmarkt im internationalen Vergleich eingehe, ein kurzer Reflex einiger wesentlicher — spezifisch deutscher — Marktumfeldbedingungen. Ohne ihr Für und Wider an dieser Stelle gegeneinander abzuwägen — sind sie doch schon an anderer Stelle ausgiebig diskutiert worden bzw. weiterhin Gegenstand permanenter Diskussion —, genügt im folgenden eine Heraushebung der für die Gründungs-



und Wachstumsfinanzierung maßgeblichen Einflüsse im gesellschaftlichen und institutionellen Umfeld.

Als Schwächen des deutschen Beteiligungsmarktes ausgelegt werden einerseits die Mentalität der Marktteilnehmer und andererseits das Know-how der Kapitalanleger. Im Kontext der Mentalitätsfrage wird die empirisch nicht eindeutig belegbare These mangelnder Risikobereitschaft seitens der Anleger aber auch seitens der Unternehmer für die zu geringe Akzeptanz der Beteiligungsfinanzierung angeführt. Daraus leitet man weitere Hypothesen ab, die einen spezifisch deutschen Mangelzustand beschreiben sollen. Dies sei an erster Stelle die unzureichende Bereitschaft zur Eigenkapitalfinanzierung — Stichwort: „Aktienkultur“.

Aber auch auf der Unternehmenseite wird ein doppeltes Mentalitätsmanko ausgemacht: Der Mangel an unternehmerischem Potential sei auf die „deutsche“ Mentalität zurückzuführen, einerseits keine Risiken eingehen zu wollen und dazu noch auf eine ablehnende Haltung gegenüber dem Unternehmertum in der Öffentlichkeit zu stoßen. Die zweite Chance nach einem Mißerfolg als Unternehmer erfährt in Deutschland verhältnismäßig geringe Akzeptanz. Hinzu kommt bei bereits etablierten Unternehmern die ablehnende Haltung gegenüber fremden Einflüssen, die bei einer Expansion des Unternehmens durch die Hereinnahme von externem Kapital die unternehmerische Entscheidungsfreiheit eingrenzt. Faktoren, die die Entwicklung der Beteiligungsfinanzierung hemmen.

Gründe für diese gründungsaverse Grundhaltung in Deutschland liegen vor allem auch in grundlegenden Ausbildungsdefiziten, die grundsätzliche Unkenntnisse gegenüber der Beteiligungsfinanzierung hervorrufen. Änderungen sind hier aber spürbar und werden vehement von politischer Seite gefordert und auch gefördert. Initiativen — von der Politik, der Wirtschaft und den Universitäten getragen — sind im Gange, benötigen aber Ihre Zeit, bis sie in konkrete Gründungsergebnisse münden. Einige Beispiele werden sie ja auf dem anschließenden Informationsmarkt kennenlernen. Fazit: Auch hier ist eine Trendwende erkennbar, die bei einem nachhaltigen Erfolg der zahlreichen Initiativen die Frühphasen- bzw. Gründungsfinanzierung auf der Nachfrageseite beleben wird.

Während die bisher dargestellten „weichen“ — und damit nur schwer nachprüfbar — Umfeldfaktoren mehr oder minder direkt die Angebots- oder Nachfrageseite des Beteiligungsmarktes beeinflussen, erzeugen die

von staatlicher Seite vorgenommenen Marktregulierungen „härtere“ — und damit für die Entwicklung der Gründungs- und Wachstumsfinanzierung besser bewertbare — Einflußkriterien.

Gleichwohl existiert für den Beteiligungsmarkt keine ganzheitliche Rechtsgrundlage — wie dies zum Beispiel für die einzelnen Marktsegmente der Wertpapierbörsen — vom amtlichen bis hin zum Neuen Markt — mit dem Börsengesetz gilt. Verteilt über mehrere Gesetze — wie das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG), die im Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) geregelten Sondervermögen sowie die besonderen Regelungen für die Kapitalbeteiligungsgesellschaften der öffentlichen Förderung bieten hier nur einzelne Ansatzpunkte, die je nach beteiligtem Intermediär zur Anwendung kommen, jedoch keine allgemeingültigen Regeln für Beteiligungsgesellschaften aufstellen. Gleichmaßen für alle Beteiligungsgesellschaften relevant ist dagegen die Steuergesetzgebung. Ohne hier auf die einzelnen Regelungen eingehen zu können, sei erwähnt, daß die genannten Gesetze wesentlichen Novellierungen unterzogen wurden. Dies führte bzw. führt in Zukunft zum einen zu weitreichenden Deregulierungen und zum anderen zu Steuererleichterungen.

Zusammen mit verbesserten Voraussetzungen zur privaten Altersvorsorge und einem verbesserten Anlegerschutz wird dadurch die Aktienkultur gestärkt, die sich tendenziell ebenfalls positiv auf die Beteiligungsfinanzierung auswirkt; bedenkt man das der Exit — die Desinvestition — der Beteiligungsgesellschaften idealerweise über einen Börsengang erfolgt, bietet dieser doch die beste Möglichkeit, zukünftige Wachstumsfinanzierung durch Kapitalerhöhungen vorzunehmen. Generell haben sich die Rahmenbedingungen für den Exit durch die Einführung des Neuen Marktes — die aktuelle Börsensituation sehr wohl vor Augen — erheblich verbessert.

Prinzipiell ist nämlich ein den Bedürfnissen kleiner und mittlerer Unternehmen (mit einem Emissionsvolumen unter 100 Mio. DM) angepasstes Marktsegment zu begrüßen, um die bis dato dominanten Exit-Kanäle des außerbörslichen Verkaufs — buy back und trade sale — durch die Möglichkeit zum going public sinnvoll zu ergänzen. Bei einem Börsengang können meist höhere Preise erzielt werden als bei einem direkten Verkauf von Unternehmensanteilen. Gründe hierfür liegen in der hohen Fungibilität der Aktie und den Anforderungen — die Mindeststandards an Unternehmensqualität und –publizität —, die die Börsenzulassung an emittierende

Unternehmen stellt. Durch den going public erhöht sich zudem die Eigenkapitalbasis junger Unternehmen, die — wie eingangs gezeigt — wegen der höheren Risiken die Fremdkapitalbeschaffung erleichtert.

Als dritter Aspekt der Marktregulierung ist die für Unternehmensgründungen maßgebliche Förderlandschaft in Deutschland zu nennen. Ein Weg, sich den wirtschaftspolitischen Zielen eines stetigen Wirtschaftswachstums und der Vollbeschäftigung zu nähern, wird in der Förderung von Unternehmensgründungen und hier insbesondere Existenzgründungen gesehen. Entsprechend existieren vielfältige Formen der öffentlichen Förderung auf nationaler und europäischer Ebene. Die nationale Förderung läßt sich wie folgt systematisieren:

*Zuschüsse*, d.h. Vergabe zweckgebundener Finanzmittel ohne unmittelbare Gegenleistung (z.B. ohne Rückzahlungsverpflichtung) der Gründer

*Darlehen* mit Zinsvergünstigung, tilgungsfreien Anfangsjahren, teilweiser Haftungsfreistellung (nur Teilbesicherung des Darlehens)

*Beteiligungen* zur Verbesserung der Eigenkapitalausstattung junger — vorwiegend technologieorientierter — Unternehmen. Wegen der eingangs skizzierten großen Relevanz hierzu gleich mehr.

*Öffentliche Bürgschaften* durch Bürgschaftsbanken der Länder und das DtA-Bürgschaftsprogramm: Besicherung von Investitions- oder auch Betriebsmittelkrediten kleinerer und mittlerer Unternehmen durch Ausfallbürgschaften.

*Steuerliche Förderung* nach § 7g EStG durch Bildung gewinnmindernder Rücklagen für die künftige Anschaffung oder Herstellung von Wirtschaftsgütern und Geltendmachung einer Sonderabschreibung.

Auf europäischer Ebene fördert die EU zur Unterstützung kleiner und mittlerer Unternehmen, den sog. KMU, eine verstärkte Risikokapitalbereitstellung durch

- die Refinanzierung von Beteiligungen an KMU<sup>2</sup>,

---

<sup>2</sup> Noch gültige — bald novellierte — EU-Definition der KMU: Unternehmen, die weniger als 250 Personen beschäftigen, einen Jahresumsatz von max. 40 Mio. € oder eine Jahresbilanzsumme von max. 27 Mio. € aufweisen und die das Unabhängigkeitskriterium erfüllen.

- die Beteiligung an Beteiligungsgesellschaften durch den Europäischen Investitionsfonds (EIF) und
- eigenkapitalähnliche Finanzierungsformen für junge technologieorientierte KMU.

Eine allgemeine Tendenz zeigt eine teilweise Verlagerung der Förderquellen von der nationalen auf die europäische Ebene; gleichzeitig werden aber auch Förderprogramme der EU durch nationale Programme ergänzt.

Zurück zu den nationalen Programmen: Wenngleich der überwiegende Teil der Programme eine Förderung in Form von zinsvergünstigten Darlehen umsetzt, wollen wir die eingangs als wichtigste Form der Gründungsfinanzierung identifizierte Beteiligungsfinanzierung näher im Hinblick auf die öffentlichen Förderungsformen betrachten.

Der hohe Kapitalbedarf innovativer Technologieunternehmen, der die Inanspruchnahme anderer Finanzierungsinstrumente erschwert, ist ökonomisch sinnvoll vor allem qua Beteiligungsfinanzierung deckbar. Da in diesem Anfangsstadium eine Informationsasymmetrie zwischen dem Gründer als Kapitalnehmer und den Investoren als Kapitalgeber besteht in bezug auf die Vorteilhaftigkeit der innovativen Geschäftsidee und die Fähigkeiten des Gründers selbst, rückt die öffentliche Förderung mit Beteiligungskapital in den Blickpunkt. Gleichwohl muß auch sie sicherstellen, daß die öffentlichen Gelder in ökonomisch sinnvolle Innovationsvorhaben investiert werden. Kann sie dies besser als der private Investor? Sicher nicht! Gleichwohl kann sie einen grundsätzlich investitionswilligen Investor aber so weit unterstützen, daß er die Investition mit einer geringeren Beteiligung und damit geringerem Risiko tätigt. Dabei können zwei grundsätzliche Förderungsformen unterschieden werden. Zum einen tritt die öffentliche Hand selbst als Beteiligungsgeber auf, zum anderen fördert sie Beteiligungsgeber, die sich ihrerseits an solchen jungen Unternehmen beteiligen. Bei der direkten Variante tritt die Technologiebeteiligungsgesellschaft (tbG) der Deutschen Ausgleichsbank (DtA) regelmäßig als Co-Investor einer Venture-Capital-Gesellschaft oder anderer Lead-Investoren wie zunehmend auch private Business Angels auf. Die indirekte Förderung kann durch ein Angebot von Refinanzierungskrediten oder durch eine teilweise Übernahme des Ausfallrisikos einer Beteiligung bzw. durch eine Kombination aus beiden erreicht werden.

Welche Marktentwicklung läßt sich nun aber vor dem Hintergrund dieser spezifisch deutschen Rahmenbedingungen im internationalen Vergleich konstatieren?

Den Kern des Beteiligungsmarktes in Deutschland bilden derzeit rund 230 Beteiligungsgesellschaften. Obwohl die erste Beteiligungsgesellschaft schon 1965 gegründet wurde, blieb der deutsche Markt bis in die späten achtziger Jahre hinein relativ unbedeutend. Das Beteiligungsportfolio erreichte 1985 gerade einmal ein Volumen von 1 Mrd. DM. Auch in den frühen neunziger Jahren blieb die Entwicklung zunächst verhalten. Erst in den vergangenen fünf Jahren erlebte der deutsche institutionalisierte Markt für Wagniskapital einen rapiden Aufschwung. Diese Boomphase und das Rekordjahr 2000 — das Portfolio stieg um 51% gegenüber dem Vorjahr und erreichte 20,9 Mrd. DM; die Bruttoinvestitionen, d.h. das Neugeschäft der Beteiligungsgesellschaften erreichte 9,3 Mrd. DM und damit einen Zuwachs von 58 % (!) — stellt alle vorherigen Entwicklungen in den Schatten. Die Erfahrung eines zyklisch geprägten Wirtschaftssystems lehrt, daß solche Perioden nicht ewig andauern und in eine Konsolidierung — schlimmstenfalls in eine Krise — münden. Zur Bewertung gilt es, eine Langfristperspektive einzunehmen: In den letzten 35 Jahren bewegte sich der deutsche Beteiligungsmarkt beständig nach oben. Ältere Märkte wie in den USA oder Großbritannien haben dieses Entwicklungsstadium schon hinter sich gelassen und verzeichnen schon seit langem eine zyklische Entwicklung.

Als Hauptfinanzierungsquellen fungieren die traditionell in Deutschland starken Banken mit einem Anteil von rund 30% an den insgesamt neu eingeworbenen Mitteln; tendenziell nimmt der Einfluß der Kreditwirtschaft aber ab. Der öffentliche Sektor stellt mit 1,8 Mrd. DM oder 16,4% eine wesentliche Quelle für Beteiligungskapital dar. Darin finden sich neben den Aktivitäten der Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften jene der öffentlichen Co-Investment-Programme sowie öffentlicher Beteiligungsgesellschaften. Die nächst größere Kapitalquelle stellten mit 1,9 Mrd. DM Mittel aus dem Versicherungsbereich dar. Dieser starkste Anstieg — 139,3% gegenüber dem Vorjahr — kennzeichnet das verstärkte Engagement einiger Versicherungsgesellschaften im Beteiligungsmarkt. Der Anteil ausländischer Pensionsfonds ist hingegen auf 6% nach 24,5% im Vorjahr gesunken: 1999 waren etliche große Fonds international eingeworben, was sich im Jahr 2000 nicht im gleichen Ausmaß wiederholte. Eine deutli-

che absolute Zunahme neuer Fonds findet sich dagegen beim Corporate Venture Capital: Industrieunternehmen stellten 1,0 Mrd. DM bereit und damit 9,1% der insgesamt neu eingeworbenen Mittel. Das Interesse privater Anleger fand seinen Niederschlag in einem Anteil von 10,2%; zahlreiche private Placements sowie Commitments zu neu eingeworbenen Fonds trugen hierzu bei.

Mißt man die Bedeutung der Gründungs- und Wachstumsfinanzierung an den Anteilen der einzelnen Finanzierungsphasen an den Bruttoinvestitionen, so dominieren diese klar vor allen anderen Finanzierungsphasen. In den 90er Jahren einschließlich des Jahres 2000 haben sich dabei deutliche Marktverschiebungen ergeben. So hat der Anteil der Wachstumsfinanzierung in dieser Dekade stark abgenommen. Auf der anderen Seite hat sich die aufsteigende Entwicklung der Frühphasen- bzw. von uns so definierten Gründungsfinanzierung, absolut wie auch relativ, weiter fortgesetzt und hat 2000 erstmalig die Wachstumsfinanzierung überholt. Mit 36% erreicht die Seed- und Start-up-Finanzierung ein außerordentlich hohes Niveau und scheint sich damit der ihr allgemein zugeschriebenen Rolle als Motor für Innovationen und Strukturwandel anzunähern. Die Expansionsfinanzierung zeigt dagegen mit einem Anteil von 35% eine rückläufige Tendenz. Übernahmefinanzierungen weisen in den 90er Jahren einen relativ stabilen Anteil von etwa 20% auf — mit Ausnahme der Jahre 1999/2000. Diese sogenannten Buy-out-Finanzierungen dienen in der Regel der Behebung von Eigentums- oder Managementproblemen. Dies kann durch Einsatz erfahrener Manager in bislang weniger professionell geführten Unternehmen oder durch Nachfolgeregelungen in Familienunternehmen geschehen. Dabei könnte die Sicherstellung der Managementnachfolge durch Buy-outs im deutschen Mittelstand im Zuge des anstehenden Generationenwechsels noch an Bedeutung zunehmen. Die positive Entwicklung an den Börsen in der zweiten Hälfte der 90er Jahre hatte zudem eine Belebung der Bridge-Finanzierung zur Folge.

Deutliche Veränderungen im Markt zeigt auch die Struktur der Investitionen nach Branchen. Mit dem Übergang in die 90er Jahre gingen fast alle Akteure im Markt, eingeschlossen diejenigen, die nach dem amerikanischen Modell nur Hightech-Start-ups finanzieren wollten, dazu über, branchenmäßig ihre Portfolios zu diversifizieren. Vor allem das BTU-Programm, aber auch die Auswirkungen von Gründerwettbewerben haben dazu geführt, daß Hightechbranchen seit Mitte der 90er Jahre immer mehr

an Bedeutung gewonnen haben. Heute haben selbst Gesellschaften, die sich immer gegen Hightech gesträubt haben, etliche Investments aus diesen Branchen in ihren Portfolios. Mithin ist es nicht verwunderlich, daß — gemessen am Volumen des Neugeschäfts — der kumulierte Anteil von Informations-, Kommunikations- und Biotechnologie sowie von Medizintechnik von 8,5% im Jahr 1991 auf 18% 1997 und fast 54% im Jahr 2000 gestiegen ist. Die gewachsene Bedeutung sowohl des Frühphasensegments — der Gründungsfinanzierung — als auch der Technologieinvestitionen erklärt sich mithin vor allem durch verstärkte Engagements in Start-up-Unternehmen aus dem Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie.

Betrachtet man die letzte Dekade unter regionalen Aspekten, so zeigt sich eine bis heute aktuelle „Dreiländerwirtschaft“: Etwas über 50% des jährlichen Neugeschäfts fließen in drei Bundesländer, nämlich Bayern, Nordrhein-Westfalen und Baden-Württemberg. Damit haben wir noch keine amerikanischen Verhältnisse — wo über 50% in zwei Bundesstaaten fließen, wobei allein 40% auf Kalifornien entfallen —, aber doch eine gewisse Konzentration. Alle drei Bundesländer verfügen über ausgesprochen mittelständische Unternehmensstrukturen, und in Bayern und NRW werden von den Landesregierungen seit langem günstige Rahmenbedingungen gesetzt. Großräume wie München oder Köln weisen offensichtlich den höchsten Grad der Vernetzung aller für das Beteiligungsgeschäft wesentlichen Komponenten aus. In jüngster Zeit kommen neue Regionen hinzu. Dazu gehört vor allem Berlin: Im Jahr 2000 nimmt Berlin mit 801 Mio. DM, investiert in 206 Unternehmen, den vierten Platz in der Rangfolge der Bundesländer ein; vom Volumen her entspricht die neu investierte Summe fast dem Doppelten des Vorjahrs; gleiches gilt für die Zahl der Portfoliounternehmen. Neben Berlin bilden sich in Ostdeutschland — wenn auch nicht mit derselben Dynamik — neue, vor allem Hightechzentren heraus: z.B. im Großraum Dresden, in den Dreiecken Jena-Illmenau-Erfurt und Halle-Merseburg-Leipzig.

Im internationalen Vergleich relativieren sich diese positiv anmutenden Entwicklungen jedoch schnell. Wenngleich der deutsche Beteiligungsmarkt europaweit relativ weit vorne rangiert, ist seine Bedeutung im Vergleich zur Gründungs- und Wachstumsfinanzierung in den USA nach wie vor relativ gering.

Gemessen am Investitionsvolumen der Wagniskapitalmärkte Europas machten die deutschen Bruttoinvestitionen in den letzten Jahren etwa 13% aus. Unter den einzelnen europäischen Ländern hatte Deutschland 1999 nach Großbritannien das zweitgrößte Gewicht. Nach Angaben der European Private Equity and Venture Capital Association wuchs das europäische Beteiligungsportfolio zuletzt mit 44% etwas langsamer als das deutsche Portfolio. Beim Zuwachs der Bruttoinvestitionen blieb Deutschland 1999 allerdings mit 61% leicht hinter dem europäischen Durchschnitt und stark hinter dem amerikanischen Zuwachs von 152% zurück. Die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der deutschen Wagniskapitalinvestitionen ist mit 3 Mrd. Euro im Vergleich zu den Vereinigten Staaten noch immer gering. Dort wurden 1999 nach Angaben der National Venture Capital Association 48 Mrd. US-Dollar in Wagnisprojekten investiert — ohne Berücksichtigung der Finanzierung von Buy-outs und Restrukturierungen. Europaweit wurden 25 Mrd. Euro am Wagniskapitalmarkt angelegt. Damit hinkt Europa den USA noch weit hinterher.<sup>3</sup>

Daran schließt sich unmittelbar die Frage nach notwendigen Verbesserungen auf dem deutschen Beteiligungsmarkt an. Welche Entwicklungspotentiale sind noch ungenutzt? Diese Frage läßt sich differenziert für die Kapitalgeberseite, für die Kapitalnehmerseite und für das institutionelle Umfeld beantworten.

Für die Kapitalnehmerseite geht es im wesentlichen um eine Intensivierung und Professionalisierung der Zusammenarbeit mit der Kapitalgeberseite. Anhand des phasenorientierten Finanzierungsmodells sollten Gründungs- und Wachstumsunternehmen den für sie optimalen Finanzierungsmix ermitteln, indem sie die Voraussetzungen, Möglichkeiten und Verpflichtungen der verschiedenen Finanzierungsformen für ihre spezifische Situation bedenken. Dabei sollte verstärkt auf öffentliche Förderprogramme zurückgegriffen werden — auch angesichts der etwas unübersichtlichen aber für jedes Vorhaben etwas bietenden Förderlandschaft. Gleiches gilt für eine stärkere Inanspruchnahme an Beteiligungskapital der VC-Gesellschaften,

---

<sup>3</sup> Die deutschen und die amerikanischen Hochtechnologienteile sind wegen der unterschiedlichen Abgrenzung des Wagniskapitals gleichwohl nicht direkt miteinander vergleichbar. Für die in Europa übliche, weite Abgrenzung des Begriffs Venture Capital (VC) gilt im anglo-amerikanischen Raum eher der Begriff Private Equity. Als VC wird in den USA lediglich der Teil des Private Equity bezeichnet, der keine Finanzierungen von Übernahmen (Buy-outs), Restrukturierungen und Gesellschafterwechseln (Replacements) enthält. Diese unterschiedliche Abgrenzungen sind bei internationalen Quervergleichen zur Größe des jeweiligen Venture-Capital-Marktes zu beachten.



um die Eigenkapitalbasis für den weiteren Wachstumsprozeß zu verbreitern. Zudem ist die Zusammenarbeit mit den Finanziers — ohne falsche Scheu oder veraltetes „Herr-im-Hause-Denken“ — zu intensivieren, um von deren Management-Know-how nachhaltig zu profitieren. Hierzu zählt auch die stärkere Integration des Gründers in das jeweilige Gründungsnetzwerk und nach dem Exit über die Börse ein professionelles Marktverhalten.

Umgekehrt ist auf der Kapitalgeberseite der Ausbau und die Individualisierung der Finanzierungs- und Beratungsleistungen einzufordern, um als potentieller Partner für kapitalnachfragende Unternehmen attraktiver zu werden. Vor allem aber wäre ein stärkeres Engagement der VC-Gesellschaften und auch der öffentlichen Hand — wie einige neuere empirische Untersuchungen zeigen — bei der eigentlichen Gründungsfinanzierung in der Seed- und Start-up-Phase wünschenswert. Eine Spezialisierung auf diese Frühphasen der Unternehmensentwicklung, gepaart mit einer noch höheren Risikobereitschaft im Sinne von „echtem Venture Capital“ könnten der Wachstumsfinanzierung für sehr junge und innovative Unternehmen — wie Untersuchungen für die USA implizieren — nachhaltige Impulse verleihen. Nicht zu vergessen der informelle Wagniskapitalmarkt mit seinen Finanzierungen in sehr frühen Phasen der Unternehmenstätigkeit. Auf diesem Markt der Business Angels steht Deutschland verglichen mit den USA und Großbritannien, wo schon länger eine ausgeprägte Kultur regionaler Business-Angels-Netzwerke vorhanden ist, noch eher am Anfang. Schließlich wären verbesserte Fremdfinanzierungsmöglichkeiten junger Wachstumsunternehmen hilfreich. Dazu wäre allerdings eine geringere Risikoscheu der Banken sowie eine Loslösung von herkömmlichen Bewertungsmethoden und Kreditsicherungspraktiken notwendig. Gleichwohl weisen die aktuellen Umorientierungen der Banken im Zuge der Neuregelungen des Ratings mittelständischer Unternehmen im Rahmen von Basel II hier eher in die umgekehrte Richtung.

Das institutionelle Umfeld zeigt sich wie auch das gesellschaftliche Klima für die Finanzierung von Unternehmensgründungen gegenüber den letzten Jahren erheblich verbessert. Konkret besteht aber noch vielfältig Handlungsbedarf für die jeweiligen Akteure. Trotz zahlreicher Initiativen im universitären Bereich — wie die vielen neuen Gründungslehrstühle — gibt es nur wenige systematische Anstrengungen aller Beteiligten, um die gesamtwirtschaftlich wünschenswerten Ausgründungen aus der Forschung zu

forcieren. Auch spezialisierte Einrichtungen wie die Technologie- und Gründerzentren erzielen bisher nur eine begrenzte Akzeptanz bei den Gründern. Zurück aber zum Finanzierungsaspekt. Hier läuft die zunächst sehr erfolgreiche Börseninfrastruktur des Neuen Marktes — nicht zuletzt vor dem Hintergrund der jüngsten Übertreibungen — Gefahr, ihren Charakter als Marktsegment für hochinnovative und wachstumsstarke Unternehmen zu verlieren. Eine restriktivere Auswahl bzw. strengere Zulassungskriterien wären hier notwendig. Auch bei der öffentlichen Förderung sollte eine „Konsolidierung“ dahingehend einsetzen, daß komplexe Vergabemodalitäten, Zeitverzögerung und bedarfsfremde Mittelverwendungen möglichst vermieden werden, um die Akzeptanz und noch unzureichende Inanspruchnahme seitens der Gründer zu erhöhen. Abschließend sei erwähnt, daß die Steuerreform zwar in die richtige Richtung weist. Einige Schönheitsfehler — wie die Herabsetzung der Maßgeblichkeit von Beteiligungen und die damit verbundene Versteuerung von Veräußerungsgewinnen — wirken sich jedoch für die sich gerade entfaltende Gründerszene kontraproduktiv aus und bedürfen der Nachbesserung.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit!