

Klaus-Heiner Röhl

Der deutsche Wagniskapitalmarkt

Ansätze zur Finanzierung von
Gründern und Mittelstand

Positionen

Beiträge zur Ordnungspolitik
aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Klaus-Heiner Röhl

Der deutsche Wagniskapitalmarkt

Ansätze zur Finanzierung von
Gründern und Mittelstand

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek.

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

ISBN 978-3-602-24143-9 (Druckausgabe)

ISBN 978-3-602-45943-8 (E-Book|PDF)

Der Autor

Dr. rer. pol. **Klaus-Heiner Röhl**, geboren 1968 in Buchholz in der Nordheide; Studium der Volkswirtschaftslehre in Kiel; 1994 Promotionsstipendium des Freistaates Sachsen, 2000 Promotion an der TU Dresden; 2001 bis 2002 in der Dresdener Niederlassung des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung; seit März 2002 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln (Hauptstadtbüro Berlin), Referent für Unternehmensentwicklung und Regionalpolitik innerhalb des Wissenschaftsbereichs Wirtschaftspolitik und Sozialpolitik.

Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Grafik: Dorothe Harren

© 2010 Institut der deutschen Wirtschaft Köln Medien GmbH

Postfach 10 18 63, 50458 Köln

Konrad-Adenauer-Ufer 21, 50668 Köln

Telefon: 0221 4981-452

Fax: 0221 4981-445

iwmedien@iwkoeln.de

www.iwmedien.de

Druck: Hundt Druck GmbH, Köln

Inhalt

1	Einleitung	5
1.1	Eigenkapital versus Fremdkapital	6
1.2	Fremdfinanzierungsprobleme im aktuellen Umfeld	7
1.3	Überblick über die Kapitel	8
2	Wagniskapital als Finanzierungsalternative für Gründungen und Mittelstand	9
2.1	Hintergrund und Bedeutung	9
2.2	Beteiligungskapital und Finanzierungsstrukturen im etablierten Mittelstand	11
2.3	Venture Capital und Business Angels: das Vorbild USA	15
2.4	Unterentwickelte Wagniskapitalmärkte und staatliche Eingriffe: die europäische Perspektive	17
3	Defizite bei innovativen Gründungen in Deutschland	18
4	Die Situation des deutschen Beteiligung- und Wagniskapitalmarktes	21
4.1	Der deutsche Wagniskapitalmarkt im internationalen Vergleich	23
4.2	Die Entwicklung des deutschen Wagniskapitalmarktes	24
4.3	Rückläufige Unternehmensbeteiligungen in der Wirtschaftskrise	27
4.4	Die regionale Verteilung der Wagniskapitalinvestitionen	29
5	Business Angels: Wagniskapital von Privatinvestoren	31
5.1	Die Unterschiede zu Wagniskapitalgesellschaften	31
5.2	Der Business-Angel-Markt in Deutschland	33
5.3	Das (problematische) Zusammenspiel von Business Angels und Wagniskapitalgesellschaften	34
6	Öffentliche Wagniskapitalfinanzierung in Deutschland	37
6.1	Zur Begründung öffentlicher Finanzierungshilfen für innovative Gründungen	37
6.2	Die staatlichen Instrumente	39

7	Die rechtlichen Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen	45
7.1	Reformvorschläge für die rechtlichen Rahmenbedingungen zur Belebung des deutschen Wagniskapitalmarktes	46
7.2	Weiterführende Verbesserungen für innovative Gründungen in Deutschland	48
8	Fazit	49
	Literatur	51
	Kurzdarstellung / Abstract	56

1

Einleitung

Droht nicht gerade eine Kreditklemme aufgrund von Verwerfungen an den Finanzmärkten, dann steht die Art und Weise, wie Unternehmen die Finanzierung ihrer Investitionen und ihres Geschäftsbetriebs im Allgemeinen sicherstellen, kaum im Rampenlicht der Öffentlichkeit. Doch die Finanzierung von Unternehmen und vor allem von Betriebsgründungen bildet einen zentralen Baustein für die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes. Ohne die Verfügbarkeit entsprechender Mittel sind Investitionen und unternehmerisches Wachstum trotz guter Ideen nicht realisierbar. Dabei ist mittelständischen Unternehmen der direkte Zugang zum Kapitalmarkt über Anleihen oder vergleichbare Finanzierungsinstrumente üblicherweise versperrt. Sie sind auf Eigenkapital und Fremdmittel aus dem Kreditsektor angewiesen. Besonders schwierig gestaltet sich die Finanzierung von Unternehmensgründungen, die noch keine etablierten Beziehungen zu Kreditinstituten aufweisen können und in ihrer Kapitalbeschaffung vom Nullpunkt starten. Ohne eine Kredithistorie erhalten sie auch kein spezifisches Rating einer Bank, das oft die Voraussetzung für ein Darlehen bildet. Sicherheiten für Kredite sind zum Gründungszeitpunkt nur selten in ausreichendem Maße vorhanden und das Eigenkapital des Gründers reicht nur in den seltensten Fällen aus. Unbesicherte Gründungsdarlehen werden vom Kreditsektor aber nur in geringem Umfang vergeben. An dieser Stelle kann Beteiligungskapital eine wichtige Funktion in der Gründungsfinanzierung übernehmen.

Bislang ist der Beteiligungsmarkt in Deutschland aber aus diversen Gründen noch zu schwach entwickelt. Andere Länder, allen voran die USA, besitzen weit besser entwickelte Venture-Capital-Märkte. In der vorliegenden IW-Position werden die theoretischen Hintergründe der Nutzung von Beteiligungs- und Wagniskapital¹, die Hemmnisse auf dem deutschen Wagniskapitalmarkt im internationalen Vergleich und die rechtlichen Bedingungen und Potenziale zur Stärkung dieses Finanzierungsinstruments vorgestellt.² Dabei wird der Frage nachgegangen,

¹ Wagniskapital (Venture Capital) bildet eine Form des Beteiligungskapitals, die in Unternehmensgründungen und junge Unternehmen aus technologieintensiven Branchen investiert wird. Wegen des Innovationsaufwands ist der Kapitalbedarf in diesem Marktsegment besonders hoch. Da viele Innovationsvorhaben vor einer erfolgreichen Markteinführung scheitern, sind auch die Risiken einer Investition in Hightech-Gründungen besonders groß. Im Erfolgsfall sind dafür allerdings auch weit überdurchschnittliche Renditen möglich. Aufgrund von Abgrenzungsproblemen ist es im Rahmen der vorliegenden Veröffentlichung teilweise unumgänglich, den Beteiligungskapitalmarkt in seiner Gänze zu thematisieren.

² Der Autor dankt Frau Dr. Peggy von Speicher, Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, für ihre zahlreichen wertvollen Anregungen und Hinweise sowie die Bereitstellung von Daten, ohne die diese Veröffentlichung so nicht möglich gewesen wäre. Alle Fehler und Versäumnisse liegen selbstverständlich in der Verantwortung des Autors.

wie die rechtliche Ausgestaltung für Beteiligungskapitalinvestitionen so verbessert werden kann, dass sich Deutschland in die Riege der Länder mit hoch entwickelten Venture-Capital-Märkten einreihen kann. Mit dem Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen von 2008 konnte hier leider noch kein Durchbruch erzielt werden.

1.1 Eigenkapital versus Fremdkapital

Die Probleme in der Darstellung der Finanzierung potenzieren sich für Unternehmensgründungen im Hochtechnologiebereich. Kleine Gründungen in Branchen mit geringem Kapitalbedarf, wie in den meisten Dienstleistungsbranchen, können mit Eigenkapital des oder der Gründenden einschließlich Mitteln aus dem persönlichen Umfeld und teilweise mit geförderten Gründungsdarlehen von öffentlichen Förderbanken wie der KfW Bankengruppe (früher: Kreditanstalt für Wiederaufbau) ihren Start ins Geschäftsleben durchführen. Zudem stimulieren die Bürgschaftsbanken der Bundesländer durch ihr Angebot die Bereitstellung von Bankkrediten; die Bürgschaftsübernahme ersetzt Sicherheiten und senkt so die Risiken. Anders sieht es jedoch bei Unternehmensgründungen in Branchen der Hochtechnologie aus, die einen hohen Mittelbedarf für teure Ausstattungen, qualifizierte Spitzenkräfte sowie Forschungs- und Entwicklungsleistungen aufweisen. Sowohl Hightech-Gründungen wie auch junge, wachstumsstarke Technologieunternehmen haben einen beträchtlichen, oft sogar sehr hohen, Kapitalbedarf, der durch Fremdkapital aus verschiedenen Gründen – auf die nachfolgend näher eingegangen wird – nicht gedeckt werden kann.

In diesem Segment spielt Wagniskapital oder Venture Capital (VC) eine entscheidende Rolle bei der Deckung einer Finanzierungslücke, die andernfalls die Dynamik der gesamten Volkswirtschaft in Gefahr bringen könnte. Denn ohne kreative neue Unternehmen hinge die Innovativität der Wirtschaft wesentlich von den Forschungs- und Entwicklungsleistungen der großen, bereits etablierten Unternehmen ab. Diese sind jedoch eher an schrittweisen Verbesserungen ihrer bestehenden Produkte als an Schlüsselinnovationen, welche die Basis einer neuen Technologie bilden, interessiert. Ein Grund hierfür besteht darin, dass sie ihre bisher getätigten Investitionen nicht durch Vorstöße in vollkommen neue Gebiete entwerten wollen.³ Ein weiterer Grund ist aber auch die Pfadabhängigkeit einer

³ Nach Schumpeter (1987, 110 ff.) führen die zunehmende Marktsättigung für die nur noch inkrementell weiterentwickelten Güter der bereits am Markt etablierten Konzerne und der der Industrie (angeblich) inhärente Konzentrationsprozess in eine Stagnation mit sinkenden Gewinnen und steigender Arbeitslosigkeit, die schließlich durch „dynamische Unternehmer“ in einem Prozess „kreativer Zerstörung“ durchbrochen wird (vgl. Röhl, 2001, 95). Derartige Umbrüche gehen oft mit schweren Wirtschaftskrisen einher, da vorhandenes Kapital entwertet wird. Sie sind aber notwendig, um neue dynamische Wachstumsphasen auszulösen.

einmal eingeschlagenen technologischen Entwicklung. Das Forschungs- und Innovationssystem eines Großunternehmens ist tendenziell auf Neuerungen innerhalb der bekannten und bereits von ihm besetzten Technologiefelder ausgerichtet. Hier liegen seine komparativen Vorteile im Wettbewerb. In anderen Feldern wären die hochqualifizierten Forscher des Unternehmens zunächst bloß Anfänger.

Neu gegründete Unternehmen in technologieintensiven Marktsegmenten abseits der bereits besetzten Felder geben jedoch nicht nur wichtige Anstöße zur Etablierung neuer Märkte. Sie können zu den Großunternehmen von morgen heranwachsen und eine hohe Wertschöpfung generieren. Das Beispiel der USA zeigt, dass der Aufstieg von „Garagengründungen“ zu globalen Führern in neuen Märkten die Dynamik einer Volkswirtschaft insgesamt steigern kann (siehe Abschnitt 2.3).

1.2 Fremdfinanzierungsprobleme im aktuellen Umfeld

Der Strukturwandel im Bankensektor seit dem Jahr 2000 hat die Fremdfinanzierung von Unternehmensinvestitionen und insbesondere von Gründungen zunächst spürbar erschwert. Die Einführung der Basel-II-Richtlinien mit einer risikoadäquaten Eigenkapitalunterlegung der vergebenen Kredite des Bankensektors hatte eine Verschärfung der Vergabep Praxis zur Folge, da prinzipiell auf ein bankinternes oder, falls vorhanden, ein externes Rating des Kreditnehmers zurückgegriffen werden muss (Lichtblau/Röhl, 2004). Vor allem das deutsche Modell der Unternehmensfinanzierung hatte in der Nachkriegszeit stark auf Bankkrediten aufgebaut. Das Hausbankprinzip mit bevorzugten Beziehungen zwischen einem Unternehmen und seiner maßgeblichen finanzierenden Bank stand nun jedoch vor ernsthaften Herausforderungen.

Mit der fortschreitenden Umsetzung der Basel-II-Regeln, die mit der offiziellen Einführung in der Europäischen Union (EU) im Januar 2007 abgeschlossen wurde, kam es jedoch nach und nach wieder zu einer Entspannung bei der Kreditvergabe. Die Unternehmen stellten sich zunehmend auf die veränderten Bedingungen und die Ratingkriterien ein. Die Eigenkapitalquote in der deutschen Wirtschaft stieg nach Bundesbankangaben von 17,5 Prozent im Jahr 1998 auf 25,5 Prozent im Jahr 2007 (IW Köln, 2009, 48). Dieser Wandel in der Unternehmensfinanzierung machte sich gerade bei kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) – dem Mittelstand – deutlich bemerkbar. „Eigenkapital bzw. Eigenmittel gewinnen bei der Innovationsfinanzierung von KMU an Bedeutung. Kleine Unternehmen, die vom restriktiven Verhalten der Banken besonders stark betroffen sind, weichen zunehmend auf kleine und kurzfristige Kredite aus.

Mezzaninkapital⁴ und Beteiligungskapital werden stärker in Betracht gezogen“ (Kulicke/Stahlecker, 2009, 6). Auch die regelmäßigen Unternehmensbefragungen im Rahmen des KfW-Mittelstandsmonitors (KfW Bankengruppe, 2007; 2008) und des ifo Instituts (vgl. beispielsweise Wirtschaftswoche, 2010) zu den Bedingungen der Kreditaufnahme deuteten einige Jahre lang auf eine Entschärfung bei der Mittelbeschaffung mittelständischer Unternehmen hin.

Durch die Folgen der schweren Finanz- und Wirtschaftskrise, die im Schlussquartal des Jahres 2008 ihren Anfang nahm, ist jedoch in vielen mittelständischen Unternehmen die Eigenkapitalausstattung wieder gesunken. Die Auswertung der Unternehmensbilanzdaten für 2009 durch die Deutsche Bundesbank wird erst im Jahr 2011 vorliegen, doch befragungsbasierte Untersuchungen beispielsweise für die Metall- und Elektroindustrie deuten darauf hin, dass zumindest in der exportorientierten Wirtschaft erstmals im Durchschnitt die Nulllinie bei den Gewinnen unterschritten wurde (Gesamtmetall, 2009, 8). Dies führt zu einem Verzehr von Eigenmitteln. Das wichtige Kriterium „Eigenkapital“ wirkt also im Rating der Banken zunehmend belastend bei der Bewertung der Bilanzen aus dem Jahr 2009. Das Bankenrating ist eine wichtige Voraussetzung für die Entscheidung über Kreditvergaben (Lichtblau/Röhl, 2004). Als weiteres Problem kommt die krisenbedingte Eigenkapitalschwäche im Bankensektor selbst hinzu, die durch die Abschreibung von Vermögenswerten ausgelöst wurde. Aufgrund der Notwendigkeit zur Eigenkapitalunterlegung des Kreditgeschäfts verringert sich hierdurch das potenziell verfügbare Vergabevolumen. Das Neugeschäft dürfte daher bei vielen Instituten restriktiv gehandhabt werden. Bislang sind die Unternehmen von diesem Phänomen zwar noch nicht in großem Umfang betroffen. Dies könnte aber auch daran liegen, dass aufgrund unterausgelasteter Kapazitäten derzeit nur selten größere Investitionsentscheidungen anstehen.

1.3 Überblick über die Kapitel

Kapitel 2 befasst sich mit der Frage, inwieweit Wagnis- und Beteiligungskapital für Gründer und junge mittelständische Unternehmen eine Alternative zur Fremdfinanzierung über den Kreditsektor bilden. Nach einer Darstellung des wirtschaftstheoretischen Hintergrunds der Wahl dieser Finanzierungsform für den Gründungs- und Hochrisikobereich wird der gut entwickelte Venture-Capital-Markt der USA, der oft als Vorbild für Deutschland gilt, kurz vorgestellt. Anschließend wird auf die Probleme der europäischen Wagniskapitalmärkte eingegangen.

⁴ Bei Mezzaninkapital handelt es sich um eine Zwischenform von Fremd- und Eigenkapital, da der Kapitalgeber wie bei Fremdkapital eine feste Zinszahlung des Schuldners erhält. In seinem Rückzahlungsanspruch tritt Mezzaninkapital jedoch hinter Fremdkapital zurück und weist damit eigenkapitalähnlichen Charakter auf. Zum Ausgleich ist der Zinssatz höher als bei normalem Fremdkapital.

In Kapitel 3 werden die Defizite Deutschlands im Hochtechnologiebereich erörtert. Technologieorientierte und innovative Unternehmensgründungen sind hierzulande seltener, als es die starke Stellung des Landes in der Industrie und im globalen Handel erwarten ließe. Nach einem Blick auf die Hemmnisse, mit denen Gründungen der Hochtechnologie hierzulande konfrontiert sind, folgt in Kapitel 4 eine Darstellung des deutschen Beteiligungskapitalmarktes. Im internationalen Vergleich ist der heimische Markt für Wagnis- und Beteiligungskapital noch immer schwach entwickelt. Auch private Investoren und Beteiligungsgeber – sogenannte Business Angels – können die Finanzierungsprobleme für innovative Gründer nur partiell lösen, wie in Kapitel 5 gezeigt wird. Aus diesem Grund engagiert sich der Staat dafür, die Finanzierungsmöglichkeiten für junge Hochtechnologieunternehmen mit guten Wachstumspotenzialen zu verbessern. Auf diese Aktivitäten der öffentlichen Hand im Beteiligungsbereich geht Kapitel 6 ein. In Abschnitt 6.1 werden die Gründe analysiert, die den Staat zum Eingriff in den Markt für Wagniskapital veranlassen. Im Zentrum stehen die positiven externen Effekte, die von innovativen jungen Unternehmen ausgehen können. Nach einer Übersicht über die Maßnahmen der öffentlichen Hand auf der Ebene der Mittelbereitstellung wird in Kapitel 7 auf das Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG) eingegangen. Dieses Gesetz konnte keine Verbesserung der Bereitstellung privaten Wagniskapitals bewirken, weshalb in Abschnitt 7.1 Reformvorschläge zur Verbesserung der Rahmenbedingungen für private Kapitalbeteiligungen diskutiert werden. In Kapitel 8 wird abschließend ein Fazit der Probleme und Entwicklungspotenziale des deutschen Beteiligungs- und Wagniskapitalmarktes gezogen.

2

Wagniskapital als Finanzierungsalternative für Gründungen und Mittelstand

2.1 Hintergrund und Bedeutung

Eigenkapitalzuführungen durch Beteiligungskapital (Private Equity) – und damit im Hochtechnologiebereich zumeist: Wagniskapital oder neudeutsch Venture Capital (VC) – sind eine bedeutende Finanzierungsquelle für innovationsstarke Unternehmensgründungen. Dennoch gibt es noch immer Defizite im Verständnis der Funktionsweise dieses Instruments. In Europa ist es nirgendwo gelungen, die Erfolge der USA im Aufbau neuer Unternehmen in den Bereichen

Mikroelektronik, Software, Internetdienste, Webangebote oder Biotechnologie zu kopieren. An dieser Problematik hat bislang auch der erhebliche Einsatz öffentlicher Mittel in der Ausstattung von Wagniskapitalfonds nichts Grundlegendes ändern können (NESTA, 2009, 11).

Gerade technologieorientierte Unternehmen haben oft einen erhöhten Kapitalbedarf, da sie hochwertige Maschinen beschaffen und überdurchschnittlich qualifizierte Mitarbeiter einstellen müssen. Zudem ist die Anlaufphase bis zum Erfolg am Markt für sie meist relativ lang, sodass der finanzielle Bedarf nicht nur anwächst, sondern zudem über einen erheblichen Zeitraum gedeckt werden muss. Gleichzeitig bekommen Hightech-Gründer selbst in wirtschaftlich guten Zeiten nur schwer Bankkredite, weil die Unsicherheit über den zukünftigen Markterfolg für potenzielle Kreditgeber zu groß ist.

Die Fremdfinanzierung über Bankkredite ist aus mehreren, sich teilweise gegenseitig verstärkenden Gründen ungeeignet für Hightech-Gründungen. Denn das allgemeine Technologie- und Marktrisiko bezüglich des Erfolgs eines Innovationsvorhabens wird durch einen weiteren Aspekt erhöht. Der Finanzierungsbedarf von innovationsorientierten KMU kann nämlich aufgrund asymmetrischer Informationen über den wirtschaftlichen Wert des Vorhabens üblicherweise nicht durch Kredite von Banken und Sparkassen gedeckt werden (IW Consult, 2006, 49). Hier spielt auch das Unternehmensalter eine Rolle. „Je jünger ein Unternehmen ist, desto kürzer ist seine Unternehmenshistorie und desto geringer sind die Informationen, die der Bank über das Unternehmen zur Verfügung stehen. Als Folge dürfte das Ausmaß der asymmetrischen Informationen zwischen Unternehmen und Bank über die Tragfähigkeit eines Investitionsprojektes bei jungen Unternehmen im Vergleich zu älteren größer sein, wodurch die Wahrscheinlichkeit für eine Kreditrationierung steigt“ (Reize, 2010, 9 f.). Dieses Problem betrifft generell Gründungen und wird durch den Neuigkeitsgrad der einzusetzenden Technologie potenziert.

Damit besteht ein schwer lösbares Informationsdefizit aufseiten der Bank: Insiderinformationen über die Aussichten der neuen Technologie besitzt vor allem der Gründer selbst, der aber als Kreditnehmer keine objektive Informationsquelle darstellen kann. Das ersatzweise Heranziehen externer Experten würde die Kreditvergabe stark verteuern und könnte doch nur einen Teil der notwendigen Information liefern. Ökonomen sprechen in diesem Zusammenhang von Moral Hazard: Die Informationsasymmetrie erhöht die Gefahr, dass der technologieorientierte Gründer auf Kosten seiner Finanziers überhöhte Risiken eingeht.⁵ Die generell

⁵ Im Erfolgsfall muss der Gründer nur den Kredit zurückzahlen und realisiert den dann hohen Gewinn. Im Misserfolgsfall verliert die kreditgebende Bank ihr Geld, der Unternehmer nur sein überschaubares Eigenkapital. Das Chance-Risiko-Verhältnis aus Zins und Verlustgefahr stellt sich daher für die Bank sehr ungünstig dar.

schon beträchtlichen Risiken, die mit der Entwicklung einer Innovation bis zur Marktreife und -einführung verbunden sind, werden durch die Kombination aus Besonderheiten im Hochtechnologiesektor und Moral Hazard noch einmal deutlich verstärkt. Dieses „moralische Risiko“ lässt Kreditgeber zurückschrecken.

Ergebnisse der Innovationsforschung zeigen dementsprechend, dass technologieorientierte Gründer und junge wachstumsstarke KMU bei höherem intrinsischen und finanziellen Risiko vorwiegend eine Finanzierung über Eigenkapital wählen (müssen). Dies lässt sich umso eher realisieren, je besser die Eigenkapitalgeber über die Risiken informiert sind. Um den beträchtlichen Eigenkapitalbedarf zu decken, ist ein möglichst umfangreiches Angebot an Wagniskapital wichtig. Dies gilt aus zwei Gründen (IW Consult, 2006, 49):

- Einerseits führt die Finanzierung über Wagniskapital zu einer steigenden Innovationsaktivität, die ohne den Rückgriff auf externe Finanzierungsquellen nicht möglich wäre, und zu einem höheren Wachstum des finanzierten Unternehmens.
- Andererseits ist häufig zu beobachten, dass Wagniskapitalgeber junge Unternehmen mit ihren Fach- und Marktkenntnissen unterstützen und auf die Vermarktung der Produkte hinwirken, also die Finanzierungslücke bis zur Marktreife und Markteinführung aktiv verringern. Insbesondere Business Angels engagieren sich in ihren Beteiligungsunternehmen mit ihrer Expertise (siehe Kapitel 5).

Die zentrale Bedeutung von Wagniskapital ist insbesondere bei Projekten mit hohen Risiken in der Spitzentechnologie gegeben (IW Consult, 2006, 49). Je höher die Technologieintensität ist, desto größer sind oft auch der Kapitalbedarf und die Risiken. Hier ist wegen des Ausfallrisikos ein Bankkredit eindeutig nicht das geeignete Finanzierungsinstrument. Besser geeignet sind Kapitalbeteiligungen, da Eigenkapitalgeber nicht nur am Risiko, sondern auch am Gewinn einer innovativen Idee voll beteiligt sind. Doch auch Risikokapitalgesellschaften müssen die Chancen und Risiken einer Finanzierung abschätzen können und benötigen Informationen, die nicht selten erst nach den ersten Verkäufen am Markt verfügbar sind. Zudem müssen die Informationskosten in einer vernünftigen Relation zur Höhe der Beteiligung stehen, sodass die Venture-Capital-Geber eher größere Investitionen tätigen und das Wachstum von Unternehmen finanzieren, welche die Startphase überstanden haben und nun Kapital zur Expansion brauchen.

2.2 Beteiligungskapital und Finanzierungsstrukturen im etablierten Mittelstand

Wagniskapital spielt eine entscheidende Rolle für technologieorientierte Unternehmensgründungen und die Finanzierung der Wachstumsphase noch junger Unternehmen. Doch auch ältere und bereits etablierte mittelständische Unter-

nehmen können ihre Finanzierung durch Beteiligungskapital auf eine breitere Basis stellen. Genutzt wird Private Equity im deutschen Mittelstand allerdings nur selten. Die kleinen und mittleren Unternehmen mit bis zu 50 Millionen Euro Jahresumsatz⁶ haben seit dem Jahr 2000 ihre Eigenkapitalbasis zwar deutlich ausbauen können, wie die Auswertung der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Bilanzdaten bis zum Jahr 2007 zeigt (neuere Daten liegen noch nicht vor). Allerdings liegt die Eigenmittelquote in Deutschland noch immer unter jener in anderen Industrieländern, in denen eine Finanzierung über Fremdkapital des Kreditsektors weit weniger üblich ist als hierzulande. Mit einer Eigenkapitalquote von 18,5 Prozent in den KMU mit weniger als 50 Millionen Euro Umsatz hat sich der Wert seit dem Jahr 2000 verdoppelt, während die Eigenkapitalquote der Unternehmen mit mehr als 50 Millionen Euro Umsatz nur moderat um rund 3 Prozentpunkte angestiegen ist (Tabelle 1). Mit über 28 Prozent verfügen die Großunternehmen aber weiterhin über einen deutlichen Vorsprung bei der Ausstattung mit eigenen und damit auch haftenden Mitteln.

Bilanzstruktur von Mittelstand und Großunternehmen in Deutschland

Tabelle 1

Bilanzstrukturzahlen, in Prozent der Bilanzsumme (berichtigt)¹

	KMU ²	Groß- unternehmen ³	KMU ²	Groß- unternehmen ³
	2000		2007	
Eigenmittel (berichtigt) ⁴	9,2	25,4	18,5	28,3
Verbindlichkeiten, davon:	80,6	49,2	69,9	48,8
kurzfristige	53,6	41,1	50,2	41,1
langfristige	27,1	8,1	19,7	7,6
Rückstellungen, darunter:	9,8	25,1	11,1	22,6
für Pensionszahlungen	2,8	11,2	2,9	9,6
Bilanzielles Kapital (gesamt) ⁵	100	100	100	100
Nachrichtlich: Umsatz	181,9	175,3	187,1	170,3

¹ Um Eigenkapital- und Wertberichtigungen korrigiert; ² Kleine und mittlere Unternehmen: Unternehmen mit Umsätzen unter 50 Millionen Euro; ³ Unternehmen mit Umsätzen ab 50 Millionen Euro; ⁴ Um Sonderposten mit Rücklageanteil berichtigtes Eigenkapital in Prozent der um Eigenkapital- und Wertberichtigungen korrigierten Bilanzsumme; ⁵ Rundungsdifferenzen.
Quelle: Deutsche Bundesbank, 2010

Die Höhe der Eigenmittel ist entscheidend bei der Bewertung der Unternehmen durch die Banken oder externe Agenturen, dem sogenannten Rating (Lichtblau/

⁶ Die Statistik der Deutschen Bundesbank folgt in ihrer Differenzierung zwischen KMU und Großunternehmen mit einer Umsatzgrenze von 50 Millionen Euro der in der EU und in Deutschland üblichen Abgrenzung. Industrieunternehmen mit 50 bis 250 Millionen Euro Umsatz können aber ebenfalls noch als – größere – Mittelständler angesehen werden.

Röhl, 2004). Die Verbesserung in den Jahren von 2000 bis 2007 sollte aber nicht überbewertet werden. Mit einem Anteil der kurz- und langfristigen Verbindlichkeiten von nahezu 70 Prozent der Bilanzsumme ist die Verschuldung des Mittelstands im Durchschnitt weiterhin ausnehmend hoch. Dies könnte sich infolge der zurückliegenden schweren Wirtschaftskrise rächen, wenn in den Jahren 2010 oder 2011 im Aufschwung neue Kreditverhandlungen mit den Banken geführt werden müssen, um die Expansion des Geschäfts beziehungsweise Investitionen zu finanzieren. An dieser Stelle könnte dem Beteiligungskapital eine größere Rolle zukommen, als es bisher bei etablierten mittelständischen Unternehmen der Fall war. Zurzeit fristet Private Equity als Finanzierungsform im Mittelstand nämlich immer noch ein Schattendasein, wie die Daten des Bundesverbands Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) – setzt man das ausgewiesene Beteiligungskapitalvolumen in Relation zur Größe der gesamten deutschen Wirtschaft – belegen.

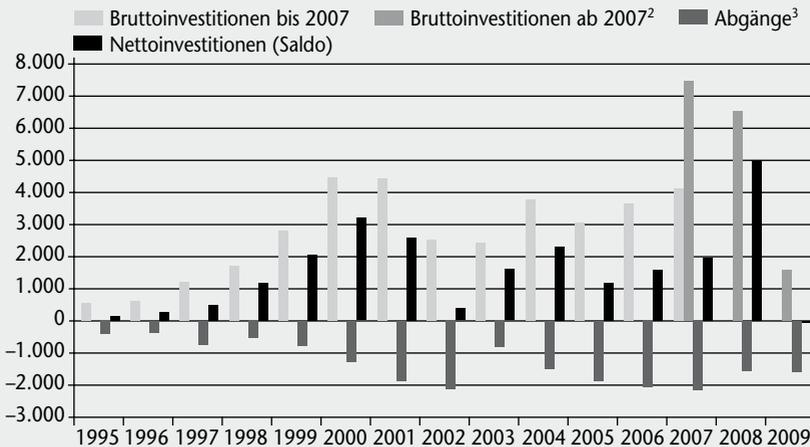
Zwar hat das Thema „Beteiligungskapital im Mittelstand“ in den vergangenen fünf Jahren zumindest in der öffentlichen Diskussion eine größere Bedeutung erlangt. Das zeigte die vom früheren Bundesarbeitsminister Franz Müntefering initiierte Debatte über angebliche „Heuschrecken“, die deutsche Unternehmen aufkaufen, um sie mit Schulden zu überfrachten oder zu zerschlagen (Röhl, 2008, 81 f.). Doch anders als es die damalige Kontroverse suggeriert, spielt Beteiligungskapital in der mittelständischen Wirtschaft nur eine sehr untergeordnete Rolle. Selbst in der Krisensituation im Jahr 2009 hat sich die Anzahl der Übernahmen offenbar in sehr engen Grenzen gehalten.⁷ Insgesamt hat das Bruttobeteiligungsvolumen im Jahr 2009 sogar einen Tiefststand erreicht, sodass netto Kapital desinvestiert wurde (Abbildung 1). Nach einem starken Anstieg der Investitionen in Übernahmen und Beteiligungen auf fast 4,5 Milliarden Euro (brutto, also ohne Abzug der Desinvestitionen) in den Jahren 2000 und 2001 gab es zunächst einen scharfen Rückgang; seit 2004 schwankt das Volumen der pro Jahr neu eingegangenen Beteiligungen zwischen rund 3 und 4 Milliarden Euro. Im Rahmen einer methodischen Umstellung im Jahr 2007 ergaben sich zwar für zwei Jahre höhere Werte. Allerdings zeigt die Berechnung nach alter und neuer Methodik für 2007, dass es sich hierbei nicht um eine Ausweitung der Beteiligungen unter vergleichbarer Erhebungsmethodik gehandelt hat. Im Jahr 2009 brach das Bruttobeteiligungsvolumen dann selbst nach der neuen Methodik auf

⁷ Ein Zeichen dafür sind die Desinvestitionen von Beteiligungskapital nach den vom BVK erfassten Beteiligungen; ein weiteres ist die „anekdotische Evidenz“, die sich aus der Berichterstattung der Wirtschaftspresse speist. Dem US-amerikanischen Finanzinvestor Warren Buffet – der keineswegs im Verdacht steht, als „Heuschrecke“ zu agieren – ist es in Deutschland trotz einer Marketingkampagne im Jahr 2009 bislang nicht gelungen, große mittelständische Unternehmen als Beteiligungsziele für seine börsennotierte Gesellschaft Berkshire Hathaway zu finden.

Beteiligungen von Private-Equity-Fonds¹ an Unternehmen in Deutschland

Abbildung 1

Gesamtinvestitionen, in Millionen Euro



¹ Private-Equity-Fonds: Institutionelle Investoren, die privates Beteiligungskapital geben;

² Erweiterte Statistik ab 2007: Seit 2008 führt der Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) seine Statistikerfassung zusammen mit dem europäischen Private-Equity-Verband EVCA mittels einer neuen Statistikplattform durch. Erfasst werden neben den von Beteiligungsgesellschaften direkt zur Verfügung gestellten Angaben auch aus öffentlich zugänglichen Quellen recherchierte Beteiligungsaktivitäten. Damit unterscheidet sich die Erfassungsmethode von der bis 2007 genutzten Methodik der BVK-Statistik, weshalb die Vergleichbarkeit der aktuellen Daten mit den früheren BVK-Statistiken nicht gegeben ist. Für 2007 sind die Daten nach der alten und neuen Methodik aufgeführt (die Nettoinvestitionen sind nach alter Methodik ausgewiesen). Ab 2008 wird nur noch die neue Methodik verwendet;

³ Abgänge: Verkäufe und Verluste; ohne Beteiligungen ausländischer Fonds an großen Kapitalgesellschaften.

Quellen: BVK, 2009a; 2010a

etwa 1,6 Milliarden Euro ein. Die Abgänge lagen geringfügig darüber, sodass es erstmals zu einem Nettoentzug von Beteiligungskapital kam. Doch selbst in den konjunkturellen Boomjahren 2007 und 2008 ergab sich ein Beteiligungsvolumen, das bezogen auf die Kapitalisierung der deutschen Wirtschaft eher wenig bedeutend erscheint: Nach Angaben der Deutschen Bundesbank lag das Eigenkapital der mittelständischen Unternehmen 2007 bei 152,6 Milliarden Euro, das der Großunternehmen (und großen Mittelständler) mit mehr als 50 Millionen Euro Umsatz bei 438,4 Milliarden Euro (Deutsche Bundesbank, 2010).

Die Schwäche des Beteiligungskapitalmarktes für etablierte Unternehmen in Deutschland ist sicherlich überwiegend nachfrageseitig begründet. Im Mittelstand dominieren Familienunternehmen, die etwa 95 Prozent aller KMU stellen. Für diese ist zu berücksichtigen, dass eine Beteiligung gegen den Willen der Eigentümerfamilie nicht durchführbar ist (Röhl, 2008, 82).⁸ Die Fortführung der Tradition des Familienunternehmens, aber auch der Wunsch nach Unabhängigkeit

stehen in den meisten Fällen der Aufnahme externer Kapitalgeber entgegen.⁹ Dies führt dazu, dass geeignete Kandidaten aus Sicht von potenziellen Beteiligungskapitalanbietern oft nicht den Wunsch haben, eine Private-Equity-Gesellschaft in den Eigentümerkreis aufzunehmen, während Unternehmen mit ungedecktem Kapitalbedarf sich nicht selten in wirtschaftlichen Schwierigkeiten befinden und als Beteiligungsziel relativ uninteressant sind. Möglicherweise erklärt sich aus dieser Diskrepanz, dass Übernahmen oft nur in Form von Hochrisiko-Projekten erfolgen, bei denen eine harte Sanierung und oft auch eine Überschuldung zu den Begleiterscheinungen gehören, die Beteiligungskapital in der Öffentlichkeit teilweise in Verruf gebracht haben.

2.3 Venture Capital und Business Angels: das Vorbild USA

Unternehmen, die in neuen Technologiefeldern tätig sind oder die innovative Produkte anbieten, haben prinzipiell gute Wachstumsperspektiven, da sie in noch nicht gesättigten Märkten agieren. Doch gerade in Deutschland und anderen europäischen Ländern gelingt es ausgesprochen wenigen Hightech-Gründungen, zu marktbestimmenden international tätigen Großunternehmen heranzuwachsen.

Vergleicht man das Alter großer, weltweit tätiger Unternehmen aus den USA und Europa, so zeigt sich, dass in den USA nicht wenige große technologieintensive Unternehmen¹⁰ existieren, die erst in den letzten zehn bis 25 Jahren gegründet wurden und die unter Rückgriff auf Wagniskapital ihre überlegene Technologie oder ihre innovative Produktidee schnell in hohe Wachstumsraten umsetzen konnten (Meyer, 2009). Im „Innovation Scoreboard“ des britischen Ministeriums für Handel und Industrie werden jährlich die 300 forschungs- und entwicklungsstärksten Unternehmen der Welt analysiert. Im Jahr 2006 wurde eine Sonderuntersuchung durchgeführt, die auch das Alter der innovativen Großunternehmen erfasste (Department of Trade and Industry, 2006). Dabei stellte sich heraus, dass fast die Hälfte der US-amerikanischen Großunternehmen mit überdurchschnittlichen Innovationsaufwendungen nach 1960 gegründet wurde. In Europa sind von den großen innovationsstarken Unternehmen demgegenüber nur zwei in den letzten 50 Jahren gegründet worden. In Asien waren es immerhin vier.

⁸ Teilweise wird in der Kritik an Beteiligungskapitalgesellschaften der Eindruck erweckt, sie würden Unternehmen quasi in Form einer „feindlichen Übernahme“ aufkaufen. Eine solche Übernahme ist jedoch nur bei börsennotierten Kapitalgesellschaften ohne Mehrheitseigentümer möglich, während eine Kapitalerhöhung unter Hinzuziehung von Private Equity im Mittelstand nahezu immer einer bewussten Entscheidung der bisherigen Eigner bedarf, da nur eine verschwindende Minderheit der Unternehmen in dieser Kategorie Aktiengesellschaften sind.

⁹ Die meisten Familienunternehmer sehen Beteiligungskapital eher skeptisch. Befürchtet werden eine Beschränkung der unternehmerischen Entscheidungsfreiheit durch Mitsprache- und Kontrollrechte des Kapitalgebers, die Veränderung der Unternehmenskultur sowie unvorhersehbare Exitstrategien, gepaart mit überzogenen Renditeerwartungen (Henrich, 2007, 44).

¹⁰ Hier sind beispielsweise Microsoft, Apple, Google, Genentech oder Yahoo zu nennen.

In Europa sind vergleichbare junge und trotzdem schon große Unternehmen rar. Gerade in Deutschland haben viele Konzerne und Großunternehmen ihre Wurzeln im 19. Jahrhundert. SAP ist als einziges junges Hightech-Unternehmen, das in den letzten drei Jahrzehnten gegründet wurde, zu globaler Bedeutung aufgestiegen. Deutschland bietet zwar ein gutes Umfeld für mittelgroße Industrieunternehmen, die ihre oft innovativen Produkte weltweit erfolgreich anbieten (Röhl, 2008, 26 f.). Diese Unternehmen sind jedoch meist schon älter und besetzen oft Marktnischen mit begrenztem Wachstumspotenzial. Offenbar gelingt es hierzulande weit seltener als in den USA, Ideen in marktfähige Produkte oder Dienstleistungen umzusetzen, mit denen eine zügige Marktdurchdringung und der Aufstieg in die Riege der Großunternehmen erreicht werden können.

Entsprechende Erfindungen werden in Deutschland zu selten in ihrer potenziellen Marktbedeutung erkannt und mit der Unterstützung risikobereiter Investoren zügig zur Marktreife entwickelt. Als ein Beispiel für derartige verpasste Chancen ist die Nutzung des an einem Fraunhofer-Institut entwickelten Audio-dateiformats MP3 zu nennen. Die Umsetzung des komprimierten und praktischen Formats in erfolgreiche Produkte für Musikdateien – Softwareangebote und Hardware zum Abspielen – erfolgte dann jedoch in den USA und in Asien (Hülkamp/Röhl, 2006, 120). Möglicherweise steht in Deutschland die Seite der technischen Machbarkeit einer Innovation gegenüber ihrer marktorientierten Umsetzung zu sehr im Mittelpunkt. Außerdem scheint die Risikobereitschaft potenzieller Kapitalgeber nur schwach ausgeprägt zu sein. Finanzierungsengpässe könnten dazu beitragen, dass gute Ideen nicht schnell genug in marktfähige Produkte umgesetzt werden oder, wenn dies doch gelingt, aufgrund fehlender Mittel nicht breit beworben und erfolgreich vermarktet werden können. Als möglicher Grund wird in der Untersuchung des britischen Department of Trade and Industry (2006) aber auch der große nordamerikanische Markt mit über 300 Millionen Konsumenten genannt, der durch keine Sprachbarrieren getrennt und weit stärker integriert ist als der EU-Binnenmarkt. Eine zügige Marktdurchdringung und damit ein hohes Unternehmenswachstum sind daher in Nordamerika leichter zu erreichen als in anderen Weltregionen, insbesondere als in Europa.

Im Jahr 2006 sind in den USA etwa 3.600 Firmengründungen durch Venture Capital unterstützt worden (Meyer, 2008, 8). Bei einer Gesamtzahl von zwei Millionen Gründungen und Gründungsversuchen jährlich beträgt der wagniskapitalfinanzierte Anteil also nur circa 1,8 Promille oder bezogen auf die Zahl der realisierten Gründungen etwa 3 Promille. Die Bedeutung der Unternehmen, die mit Venture Capital gegründet wurden oder in späteren Phasen unternehmerischen Wachstums Wagniskapital erhalten haben, ist jedoch ungleich größer.

Eine Untersuchung für das Jahr 2003 zeigte, dass zehn Millionen Beschäftigte oder 9,4 Prozent der Arbeitskräfte im Privatsektor in Unternehmen beschäftigt waren, die zum Gründungszeitpunkt oder in einer späteren Phase ihres Wachstums mit Venture Capital finanziert wurden (Shane, 2008).

2.4 Unterentwickelte Wagniskapitalmärkte und staatliche Eingriffe: die europäische Perspektive

Während private Wagniskapitalgeber in den USA eine herausragende Rolle spielen – allerdings, wie in Kapitel 5 ausgeführt, räumlich konzentriert vor allem in zwei kalifornischen Regionen und einem Teil Neuenglands –, ist es in Europa bislang nie gelungen, in vergleichbarem Umfang Privatkapital für junge Technologieunternehmen zu mobilisieren. Stattdessen haben die europäischen Regierungen seit den 1990er Jahren, als der Rückstand bei Hightech-Gründungen gegenüber den USA evident wurde, öffentliche Mittel zur Ausstattung von Venture-Capital-Fonds eingesetzt. Die Politik sah sich zu diesem Markteingriff gedrängt, da durch den Mangel an jungen, wachstumsstarken Firmen aus innovativen Branchen ein Zurückfallen im internationalen Technologiewettbewerb befürchtet wurde. Dies hätte sich über kurz oder lang auch auf die gesamtwirtschaftlichen Wachstumsperspektiven negativ auswirken müssen. Als Antwort auf diese Entwicklung hat beispielsweise die britische Regierung in den Jahren von 1995 bis 2008 über sechs Venture-Capital-Fonds mit staatlicher Beteiligung insgesamt 782 Firmengründungen und junge Unternehmen im Technologiebereich unterstützt (NESTA, 2009, 2). Auf die Maßnahmen der deutschen Regierung zur verbesserten Bereitstellung von Wagniskapital wird in Kapitel 6 eingegangen.

Die Gründe für die europäischen und speziell die deutschen Hemmnisse im Bereich „Venture Capital“ scheinen vielfältiger Natur zu sein. Zu nennen sind in diesem Zusammenhang besonders folgende Punkte:

- Es herrscht eine andere Gründerkultur als in den USA. Die Risikobereitschaft ist niedriger, was sich in einer höheren Präferenz für eine als sicher empfundene abhängige Beschäftigung und in einer geringeren Präferenz für die Freiheiten der Selbstständigkeit niederschlägt. Die geringere Risikobereitschaft in vielen kontinentaleuropäischen Ländern und Deutschland wird zum Beispiel durch die Flash-Eurobarometer-Umfrage zum Thema Entrepreneurship verdeutlicht.¹¹
- Potenzielle Kapitalgeber in Europa haben eine eher konservative Investitionseinstellung. Aufseiten möglicher Investoren ist die Bereitschaft im Ver-

¹¹ Während in den USA 61 Prozent und in der EU im Durchschnitt 45 Prozent der Befragten lieber selbstständig als abhängig beschäftigt wären, gilt dies in Deutschland nur für 39 Prozent der Erwerbspersonen (EU-Kommission, 2004, 5).

gleich zu US-Investoren geringer ausgeprägt, Geld für eine ungewöhnliche Idee zur Verfügung zu stellen.

- Anders als in den USA gibt es keine „Kultur der zweiten Chance“ für Gründer. Wer einmal mit einer Gründungsidee gescheitert ist, bekommt üblicherweise kein Kapital für einen zweiten Versuch – obwohl die gesammelten Erfahrungen möglicherweise dazu führen, dass bei einer erneuten Gründung betriebswirtschaftliche Fehler vermieden werden.
- Die steuerlichen Rahmenbedingungen sind ungünstiger, und zwar sowohl für die Venture-Capital-Investition selbst (siehe Kapitel 3) als auch für den Aufbau großer Vermögen durch eigene unternehmerische Tätigkeit, die in den USA über Venture-Capital-Fonds oder unter Einbringung der eigenen Erfahrungen als Business Angel oft reinvestiert werden.

3

Defizite bei innovativen Gründungen in Deutschland

Im internationalen Vergleich zählt Deutschland zu den Ländern, in denen junge Unternehmen und Gründer besondere Schwierigkeiten haben, die Finanzierung für ihre innovativen Projekte zu realisieren. Zu diesem Ergebnis kommt das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung in Berlin (DIW) in seinem Innovationsindikator für das Jahr 2009, bei dem Deutschland nur auf Rang 9 unter 17 führenden Industrieländern gelangt ist (Belitz et al., 2009, 760 ff.). Der Indikator basiert allerdings auf international verfügbaren Daten für die Zeit bis 2006 und teilweise bis 2007; er beinhaltet somit eine Tendenzaussage und keine Beurteilung der jüngsten Maßnahmen der Politik, die erfolgt sind, um das deutsche Bildungs- und Forschungssystem zu stärken.

Die Bundesregierung hat 2008 die verfügbaren Mittel für das Innovationsprogramm ZIM¹² im Rahmen ihrer Hightech-Initiative temporär ausgeweitet. Dennoch könnte sich die Problematik der Finanzierung von Forschung und Entwicklung sowie von technologieorientierten Gründungen wegen der Folgen der

¹² Das im Juli 2008 gestartete „Zentrale Innovationsprogramm Mittelstand“ (ZIM) des Bundes soll die Innovationskraft und Wettbewerbsfähigkeit kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU), einschließlich des Handwerks und der unternehmerisch tätigen freien Berufe, unterstützen. Das ZIM ist ein bundesweites, technologie- und branchenoffenes Förderprogramm für KMU und für wirtschaftsnahe Forschungseinrichtungen, die mit ihnen zusammenarbeiten. Bis einschließlich 2013 können mittelständische Unternehmen zwischen drei ZIM-Fördermodulen (Kooperations-, Netzwerk- und Einzelprojekte) wählen. Im Rahmen des Konjunkturpakets II wurde das ZIM für die Jahre 2009 und 2010 um insgesamt 900 Millionen Euro auf rund 1,5 Milliarden Euro aufgestockt und damit temporär mehr als verdoppelt. Dies kam gerade der Einzelprojektförderung zugute.

schweren Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008 und 2009 jedoch noch einmal verschärfen, wenn nicht gegengesteuert wird. Belitz et al. (2009, 761) kritisieren, dass die Finanzierung von Innovationen bereits vor der schweren Krise zu den Problemfeldern des deutschen Innovationssystems zählte: „So ist es in Deutschland sowohl für etablierte Unternehmen als auch für Unternehmensgründer schwieriger, Kredite oder Risikokapital zu beschaffen, als in anderen Ländern.“ Infolge dieser Defizite stuften die DIW-Forscher Deutschland in der Beurteilung des inländischen Kapitalmarktes im Jahr 2009 noch einmal um vier Plätze nach unten auf den drittletzten Rang unter den 17 untersuchten Industrieländern, es belegt hier nun Rang 15. „Der Zugang zu Venture Capital wird im Vorjahresvergleich in Deutschland ebenfalls schlechter bewertet. Deutschland fällt hier vom zehnten auf den 13. Rang zurück. Auch die Einschätzung der Unternehmen über den Zugang zu Darlehen (Rang 13, zuvor Rang 9) und ihre Beurteilung des Bankensystems (Rang 13, zuvor Rang 10), hat sich verschlechtert“ (Belitz et al., 2009, 761).

Aufgrund dieser Einschätzungen werden zunehmende Engpässe bei der externen Mittelverfügbarkeit befürchtet. Dies dürfte in besonderer Weise innovative kleine und mittlere Unternehmen sowie Hightech-Gründer in ihren Innovationsaktivitäten und Investitionen behindern. Als Gegenmaßnahmen empfehlen die DIW-Forscher eine Verbesserung der steuerlichen Rahmenbedingungen für Wagniskapitalfonds, zudem sollten die Forschung und Entwicklung (FuE) in den Unternehmen steuerlich gefördert werden (Belitz et al., 2009, 763).¹³ Generell kommt die steuerliche FuE-Förderung besonders KMU zugute, die nur zu einem sehr geringen Anteil Nutznießer der bestehenden Förderprogramme sind. Kleine und mittlere Unternehmen mit bis zu 50 Millionen Euro Jahresumsatz weisen nur eine Förderwahrscheinlichkeit von 16 Prozent – bezogen allein auf FuE-betreibende Unternehmen – auf. Unternehmen mit 50 bis 250 Millionen Euro Umsatz haben dagegen eine Förderwahrscheinlichkeit von 22,5 Prozent. Noch größere Unternehmen können sogar zu 40 Prozent auf Fördermittel zurückgreifen, wie eine repräsentative Unternehmensbefragung ergab (Eisenbast et al., 2007, 32).¹⁴

Schwächen zeigt Deutschland aufgrund seiner wirtschaftlichen Struktur demnach gerade im Bereich der Spitzentechnologie, die im Gegensatz zur hochwertigen Technologie, der Domäne der exportstarken deutschen Industrie, oft von

¹³ Dies ist eine international übliche Form der Innovationsförderung. Im Jahr 2008 wurden betriebliche FuE-Ausgaben in zwei Dritteln der OECD-Länder steuerlich begünstigt. Die steuerliche Förderung begünstigt im Gegensatz zur programm-basierten Förderung alle forschenden Unternehmen; sie wirkt daher nicht selektiv.

¹⁴ Trotz der generellen Befürwortung einer steuerlichen Innovationsförderung durch CDU, CSU und FDP stand zum Zeitpunkt der Drucklegung der Beschluss der Bundesregierung zu ihrer Einführung noch aus.

Gründungen – zum Beispiel Ausgründungen aus Universitäten – vorangetrieben wird.¹⁵ Auch im Bereich der innovativen Dienstleistungen zählt Deutschland trotz einiger bedeutender Unternehmen, darunter etwa Softwarehersteller, nicht zu den überdurchschnittlich innovativen hoch entwickelten Ländern. Belitz et al. (2009, 762) verweisen darauf, dass „hierzulande zu wenig Unternehmen gegründet werden, die sich auf innovative Produkte und Dienstleistungen spezialisiert haben“.

Dieser negative Befund gilt, obwohl Deutschland insgesamt im Bereich der forschungsintensiven Industrie seine Position im internationalen Wettbewerb sogar ausbauen konnte. Dies betrifft aber überwiegend das Segment der hochwertigen Technologie – also etwa den Maschinenbau und die Fahrzeugindustrie – mit einem Anteil der FuE-Aufwendungen am Umsatz zwischen 2,5 und 7 Prozent, während die Spitzentechnologie mit einem FuE-Anteil von mehr als 7 Prozent Defizite aufweist.¹⁶

Wallisch (2009, 109) konstatiert für Deutschland im internationalen Vergleich einen beträchtlichen Nachholbedarf für die Eigenkapitalfinanzierung von technologieorientierten Unternehmen. Als einen Grund sieht er die gesellschaftlichen Strukturen. Aufgrund einer hohen Sicherheitsorientierung stehen Investoren dem Eingehen von Risiken – und damit auch der Bereitstellung oder Nutzung von Wagniskapital – eher reserviert gegenüber. Hinzu kommt das stark bankenorientierte Finanzsystem der Nachkriegszeit, das eher auf Kredit- als auf Eigenkapitalfinanzierung ausgerichtet war. Allerdings sind in den vergangenen beiden Jahrzehnten trotzdem beträchtliche Fortschritte bei der Etablierung einer Gründerkultur in Deutschland und bei der Mobilisierung von Finanzierungsquellen erreicht worden. An den Universitäten wurden die Gründungsforschung und die gründungsorientierte Ausbildung deutlich ausgeweitet. Inzwischen gibt es ungefähr 60 Gründungslehrstühle an deutschen Hochschulen (Wallisch, 2009, 111). Die steuerlichen Rahmenbedingungen für Wagniskapitalbeteiligungen werden aber

¹⁵ Universitätsausgründungen fördert die Bundesregierung seit 1998 im Rahmen des Programms Existenzgründungen aus der Wissenschaft (EXIST), um unternehmerisches Denken an Hochschulen und Fördereinrichtungen dauerhaft zu etablieren und die Anzahl der forschungsintensiven Gründungen zu erhöhen. Wissenschaftliche Erkenntnisse und innovative Geschäftsideen sollen systematisch durch Unternehmensgründungen in wirtschaftliche Wertschöpfung überführt werden. Thematische Schwerpunkte liegen bei der Förderung der Gründungskultur und des Unternehmertums an Hochschulen (EXIST-Gründungskultur), der Gründungsförderung innovativer Unternehmen aus Hochschulen und Forschungseinrichtungen (EXIST-Gründerstipendium) sowie der Förderung technologisch besonders aufwendiger und risikobehafteter Gründungsvorhaben (EXIST-Forschungstransfer).

¹⁶ „Diese Differenzierung geht also auf die FuE-Intensität zurück und ist keine Wertung etwa in dem Sinn, dass Spitzentechnik moderner und wertvoller sei“ (Belitz et al., 2010, 4). Letztlich ist die Trennlinie für die Einstufung der beiden Industriebereiche bei einem FuE-Anteil von 7 Prozent im Branchendurchschnitt willkürlich gewählt, und viele deutsche Industrieunternehmen im Bereich der höheren beziehungsweise hochwertigen Technologie haben ihren FuE-Anteil am Umsatz in den letzten Jahren erhöht. Hinzu kommt, dass gerade KMU einen Teil ihrer Innovationen ohne formelle FuE durchführen, was in den üblichen Klassifizierungen unberücksichtigt bleibt.

überwiegend negativ beurteilt. Sie wecken bei potenziellen Geldgebern keine Ambitionen, zur Finanzierung von Innovationen per Private Equity Risiken einzugehen (Elsenbast et al., 2007, 43 f.).

4

Die Situation des deutschen Beteiligungs- und Wagniskapitalmarktes

Erfolgreiche Innovationen sind ein wichtiger Grundstein für Wirtschaftswachstum und Wohlstand. Innovierende Unternehmen erweitern das Produkt- und Dienstleistungsspektrum und fordern etablierte Unternehmen zum Wettbewerb heraus. Sie schaffen deutlich mehr Arbeitsplätze als nicht innovierende Unternehmen und erschließen neue Märkte (KfW Bankengruppe, 2009, 57 ff.). Doch dem Innovationspotenzial vieler Unternehmen sind finanzielle Grenzen gesetzt. Empirische Untersuchungen belegen, dass der mangelnde Zugang zu Finanzierungsmitteln das Haupthindernis für die Innovationstätigkeit junger und mittelständischer Unternehmen bildet (Zimmermann, 2008a; 2008b; Zimmermann/Hofmann, 2007).¹⁷ Dem oft hohen Finanzierungsbedarf innovativer Gründungsunternehmen stehen keine angemessenen materiellen Sicherheiten gegenüber. Immaterielle Vermögenswerte wie beispielsweise Patente werden von den Banken in dieser Phase kaum als Sicherheiten akzeptiert, weil die Bewertung wegen fehlender Marktpreise als Maßstab schwierig und die Möglichkeit der Liquidierung unsicher ist. Zudem erwirtschaften neu gegründete Unternehmen in der Anlaufphase meist noch keine Gewinne. Der Kapitaleinsatz zur Bedienung der Kreditfinanzierungen kann deshalb in der Regel nicht geleistet werden.

Da der Erfolg von Innovationen nur mit großer Unsicherheit vorhergesagt werden kann und eine asymmetrische Informationsverteilung zulasten der Fremdkapitalgeber besteht, bleibt der Zugang zur Fremdfinanzierung in der Regel versperrt. Es kommt zu sogenanntem Marktversagen, das heißt, dass private Kreditgeber keine ausreichenden Finanzierungsmöglichkeiten bereitstellen. An die Stelle von Fremdfinanzierung muss dann häufig eine Beteiligungsfinanzierung in Form von Venture Capital treten. Venture-Capital-Unternehmen sind Beteiligungskapitalgeber, welche sich an wachstumsorientierte Unternehmen richten,

¹⁷ Die positive Wirkung von Innovationen auf die Beschäftigungsentwicklung einer Volkswirtschaft ist ebenfalls in zahlreichen Untersuchungen nachgewiesen worden. Vgl. dazu Zimmermann (2008a; 2008b) und Zimmermann/Hofmann (2007).

die sich in einer frühen Gründungsphase befinden. Meyer (2008) zeigt die positive Wirkung von Venture Capital auf das Wachstum der totalen Faktorproduktivität (TFP) in einer ökonometrischen Analyse für 16 Länder. Der Untersuchungszeitraum reicht von 1993 bis 2006. Die Wagniskapitalgeber beschränken sich dabei meist nicht auf die Bereitstellung finanzieller Mittel. Managementunterstützung ist untrennbar mit der Bereitstellung von Venture Capital verknüpft (Engel, 2004, 30).

Doch auch private Beteiligungskapitalgeber scheuen in der frühen Unternehmensphase die extrem hohen Investitionsrisiken. Investitionen in Seed-Unternehmen – also in junge Unternehmen in der Frühphase – ziehen nicht nur hohe Ausfallrisiken, sondern auch weitergehende Kosten wegen des zum Teil überdurchschnittlichen Betreuungsaufwands nach sich. Dies wurde auch von der Europäischen Kommission anerkannt und den „Leitlinien der Gemeinschaft für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikokapitalinvestitionen in kleine und mittlere Unternehmen“ aus dem Jahr 2006 zugrunde gelegt. Die EU-Kommission räumt darin ein, „dass die Bereitstellung von Eigenkapital, insbesondere für kleinere Unternehmen, ... sowohl den Investor als auch das Unternehmen, in das investiert wird, vor zahlreiche Herausforderungen [stellt]. Auf der Angebotsseite muss der Investor nicht nur, wie es auch ein Kreditgeber tut, sorgsam prüfen, welche Sicherheiten geboten werden, sondern auch die gesamte Unternehmensstrategie genau in Augenschein nehmen, um die mit der Investition verbundenen Renditeaussichten und Risiken abschätzen zu können. Er muss außerdem verfolgen können, ob die Unternehmensstrategie von der Geschäftsleitung des Unternehmens ordnungsgemäß umgesetzt wird. Schließlich muss er auch eine Strategie für den eventuellen Ausstieg aus dem Unternehmen entwickeln und anwenden, um eine dem Risiko angemessene Rendite aus der Veräußerung seiner Beteiligung an dem Unternehmen, in das investiert wird, erzielen zu können“ (EU-Kommission, 2006a, 5 f.).

Die schwere Wirtschaftskrise der zurückliegenden beiden Jahre hat die Quellen privater Finanzierungen per Beteiligung zusätzlich ausgetrocknet. Somit ist sowohl die private Fremdmittelbeschaffung als auch die Alternative einer privaten Beteiligungskapitalfinanzierung für junge innovative Unternehmen derzeit ausgesprochen problematisch. Innovative Gründungen werden häufig aufgeschoben oder scheitern aus Kapitalmangel. Da private Investoren aufgrund der beschriebenen Gegebenheiten sich beinahe komplett zurückhalten, führt öffentliches Engagement nicht zu einem Verdrängungswettbewerb, sondern wirkt antizyklisch und erscheint auch aus Sicht der EU-Kommission in dieser Phase vielmehr geboten.

4.1 Der deutsche Wagniskapitalmarkt im internationalen Vergleich

Der Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland ist im internationalen Vergleich immer noch jung und schwach entwickelt. Bisher sind relativ wenige Marktteilnehmer aktiv. Im Vergleich zur Stärke des US-amerikanischen oder – mit deutlichem Abstand – auch des britischen Venture-Capital-Marktes schneidet Deutschland auffallend schlecht ab. Auf die hohe Bedeutung von Risikokapital für Unternehmensgründungen und Wirtschaftswachstum in den USA wurde bereits eingegangen (vgl. Abschnitt 2.3). Dies schlägt sich auch in der Anzahl der aktiven Fonds nieder. So agieren in den USA insgesamt 350 private Venture-Capital-Gesellschaften mit einem Volumen von jeweils mehr als 100 Millionen US-Dollar. Knapp ein Drittel dieser Gesellschaften verfügt sogar über mehr als 500 Millionen US-Dollar Fondsvolumen. Im Vereinigten Königreich sind immerhin 13 private Venture-Capital-Gesellschaften mit einem Investitionsvolumen von jeweils mehr als 100 Millionen US-Dollar aktiv.

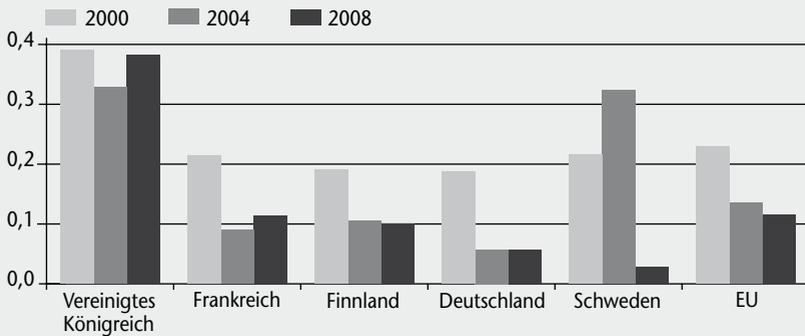
Das enorme Volumen US-amerikanischer Venture-Capital-Fonds – teilweise verfügen diese sogar über mehr als 1 Milliarde Euro pro Fonds – ermöglicht es ihnen, ihre Portfoliounternehmen von der Seed-Phase an durchzufinanzieren. In Deutschland sind hingegen die privaten Fonds relativ klein. Lediglich fünf private deutsche Venture-Capital-Fonds weisen tatsächlich ein Volumen von über 100 Millionen Euro auf. Zwangsläufig werden somit im Hinblick auf Renditeaspekte Investitionsentscheidungen zugunsten weniger risikoreicher Beteiligungen in späteren Phasen gefällt.

Die Probleme deutscher Fondsgesellschaften beim Einwerben privaten Beteiligungskapitals sind nicht nur gegenüber den USA evident, sie werden insbesondere auch im europäischen Vergleich deutlich. Die bereitgestellte Venture-Capital-Summe (für die Phasen Seed, Start-up und Expansion) entsprach in Deutschland im Jahr 2000 noch 0,19 Prozent des erwirtschafteten Bruttoinlandsprodukts (BIP). Vier Jahre später betrug sie nur noch 0,06 Prozent des erwirtschafteten BIP. Der deutsche Venture-Capital-Markt hatte sich auch bis zum Jahr 2008 nicht erholt, die bereitgestellte Venture-Capital-Summe stagnierte bei vergleichsweise unbedeutenden 0,06 Prozent des BIP. Auch andere europäische Industrienationen verzeichneten in den Jahren nach dem Platzen der New-Economy-Blase deutliche Rückgänge im Hinblick auf das bereitgestellte Venture Capital. Aber bezogen auf das jeweilige Bruttoinlandsprodukt wurde innerhalb der EU sowohl im Jahr 2004 als auch im Jahr 2008 durchschnittlich doppelt so viel Venture Capital bereitgestellt wie in Deutschland, und zwar rund 0,14 Prozent des BIP in der EU im Jahr 2004 und rund 0,12 Prozent des BIP im Jahr 2008 (Abbildung 2).

Bereitstellung von Wagniskapital im europäischen Vergleich

Abbildung 2

Venture Capital, in Prozent des BIP



Länderauswahl: Das Vereinigte Königreich, Frankreich, Finnland, Deutschland und Schweden weisen im europäischen Vergleich die größten Venture-Capital-Märkte auf.

Quellen: EVCA, 2002; 2006; 2010; BVK, 2001; 2005; 2009b; eigene Berechnungen

Eine besonders starke Performance unter den europäischen Volkswirtschaften zeigte der Venture-Capital-Markt im Vereinigten Königreich mit 0,33 Prozent des britischen BIP im Jahr 2004 und 0,38 Prozent des BIP im Jahr 2008. Allerdings fließt nur ein verschwindend geringer Teil des britischen Venture Capitals – 0,2 Prozent der gesamten Venture-Capital-Summe im Jahr 2008 – in die Frühphasenfinanzierung (Seed-Phase). Schweden verzeichnet einen besonders starken Rückgang von 2004 bis 2008, während Frankreich und Finnland ebenso wie die EU insgesamt eine größere Stabilität der Venture-Capital-Finanzierungen aufweisen.

4.2 Die Entwicklung des deutschen Wagniskapitalmarktes

Nach einem fast vollständigen Versiegen der Investitionen in Venture-Capital-Fonds infolge des Wirtschaftseinbruchs nach dem New-Economy-Boom mit einem Tiefpunkt im Jahr 2003 hat eine anfänglich langsame und seit dem Jahr 2005 sichtbare Erholung eingesetzt. In den Jahren 2005 und 2006 kamen jeweils neun und im Jahr 2007 sogar 16 neue Venture-Capital-Fonds nach erfolgreichem Fundraising¹⁸ in Deutschland in den Markt. In den Folgejahren 2008 und 2009 (vorläufig) wurden sieben beziehungsweise acht neue Venture-Capital-Fonds mit Erreichen ihrer Kapitalisierungsziele geschlossen (BVK, 2009b).

¹⁸ Als Fundraising bezeichnet man das Einwerben von finanziellen Mitteln für einen Venture-Capital-Fonds. In dieser Startphase eines Fonds sollen institutionelle, industrielle oder private Anleger dafür gewonnen werden, Fondsanteile zu zeichnen.

Die meisten der im Zeitraum von 2004 bis 2009 geschlossenen Venture-Capital-Fonds wurden ausschließlich oder zumindest teilweise durch öffentliche Investoren finanziert. Betrachtet man das in dieser Zeit eingeworbene Wagniskapital in Höhe von 3,33 Milliarden Euro, so stammen insgesamt 56 Prozent dieser Summe aus öffentlichen Quellen (Abbildung 3). Die Bereitschaft privater Investoren, Risikokapital bereitzustellen, hält sich also weiterhin in engen Grenzen.

Ein eindeutiger Trend hin zu mehr oder auch weniger öffentlichem Engagement lässt sich im Betrachtungs-

zeitraum jedoch nicht erkennen. So ist die starke Präsenz rein öffentlicher Fonds im Jahr 2009 zum Teil auch dem Zufall geschuldet, dass sowohl der ERP-Startfonds als auch der Bayern-Kapital-Fonds ausliefen und entsprechend verlängert wurden.

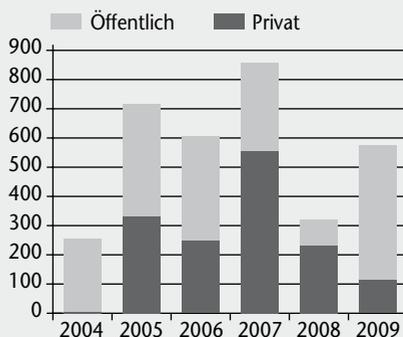
Der hohe Anteil öffentlichen Kapitals an den aufgelegten Venture-Capital-Fonds in Deutschland zeigt jedoch auch die starke Zurückhaltung privater Investoren in diesem Marktsegment. So ist die Zahl von Venture-Capital-Fonds mit öffentlichen Geldern – neben dem High-Tech Gründerfonds und dem ERP-Startfonds – bis einschließlich des Jahres 2009 auf 34 gestiegen. Besonders stark vertreten sind solche Venture-Capital-Fonds, die zumeist aus Landesmitteln oder aus dem Europäischen Fonds für regionale Entwicklung (EFRE) finanziert werden, in den Bundesländern Nordrhein-Westfalen (7), Bayern (5) und Baden-Württemberg (4).

Bei diesen rein öffentlich finanzierten Fonds handelt es sich in der Regel um sehr kleinteilige Venture-Capital-Fonds mit regionaler Fokussierung, deren Fondsvolumen 50 Millionen Euro nicht übersteigt. Sie verfügen teilweise nur über 10 bis 12 Millionen Euro Fondsvolumen, etwa in Nordrhein-Westfalen. Deswegen haben die Länderfonds häufig keine ausreichende Schlagkraft im Hinblick auf mögliche Anschlussfinanzierungen ihrer Portfoliounternehmen. Zudem engt die regionale Begrenzung die Auswahl aus interessanten Gründungs- oder Unternehmensprojekten stark ein. Häufig wird der Standortfokus auf die jeweilige Region mit einem breiten Investitionsfokus kompensiert, das heißt, die Länderfonds beschränken sich nicht nur auf die klassische Seed-Phase, sofern es ihr finanzielles Volumen zulässt.

Fundraising deutscher Wagniskapitalfonds

Abbildung 3

in den Jahren 2004 bis 2009, in Millionen Euro



Quelle: BVK, 2009b

Neben der Vielzahl kleiner öffentlicher Venture-Capital-Fonds sind in Deutschland derzeit nur noch fünf große private Fondsmanagementgesellschaften im Wagniskapitalbereich aktiv. Hierbei handelt es sich um Earlybird, Neuhaus Partners, Target Partners, TVM Capital und Wellington Partners. Diese fünf Gesellschaften verfügen jeweils über ein Gesamtvolumen aller ihrer Fonds „under management“ von mehr als 100 Millionen Euro (BVK, 2009b).¹⁹

Wenn man berücksichtigt, dass diese Fonds ihren Investitionsfokus nicht auf die Seed- und Start-up-Phasen (siehe Übersicht 1) und geografisch auch nicht ausschließlich auf deutsche Unternehmen beschränken, offenbart sich die Angebotslücke privaten Beteiligungskapitals in Deutschland in aller Deutlichkeit.

Definition der einzelnen Finanzierungsphasen

Übersicht 1

Seed-Finanzierung

Finanzierung der Ausreifung und Umsetzung einer Idee in verwertbare Resultate bis hin zum Prototyp, auf dessen Basis ein Geschäftskonzept für ein zu gründendes Unternehmen erstellt wird.

Start-up-Finanzierung

Gründungsfinanzierung: Das betreffende Unternehmen befindet sich in der Gründungsphase, im Aufbau oder seit kurzem im Geschäft und hat seine Produkte noch nicht oder nicht in größerem Umfang vermarktet.

Later-Stage-Finanzierung

Spätphasenfinanzierung: Finanzierung von Expansionen, Übernahmen, Überbrückungen etc. bei kleinen und mittleren Unternehmen.

Quelle: BVK, 2010b

Die Probleme des deutschen Venture-Capital-Marktes werden auch von Ergebnissen einer vom Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (BMWi) in Auftrag gegebenen Untersuchung aus dem Jahr 2008 bestätigt (Fleischhauer et al., 2008). Mehr als zwei Drittel der dabei befragten Venture-Capital-Gesellschaften gaben an, dass das Fundraising länger dauerte als geplant. 16 Prozent der Gesellschaften konnten das Zielvolumen für den Fonds gar nicht erreichen.

Gründe für die Zurückhaltung der Investoren sind aus Sicht der Venture-Capital-Gesellschaften:

- die niedrigen Renditen der Venture-Capital-Fonds,
- die mangelnde Erfahrung der Investoren mit Venture Capital,
- das hohe Risiko,

¹⁹ Aber auch diese Fonds – mit Ausnahme von Target Partners – finanzieren sich zumindest teilweise aus öffentlichen Mitteln der KfW oder des ERP/EIF-Dachfonds. Letzterer wird aus dem Europäischen Investitionsfonds (EIF) und dem European Recovery Program (ERP) gespeist. Das Vermögen des ERP wird seit gut 60 Jahren zur Mittelstandsförderung eingesetzt. Hierbei handelte es sich ursprünglich um die Wiederaufbauhilfen des Marshallplans nach dem Zweiten Weltkrieg, die als Kredit vergeben wurden und seither als Sondervermögen revolvingierend in der Wirtschaftsförderung Verwendung finden.

- das negative Image und
- die ungünstigen (steuerlichen) Rahmenbedingungen für Investitionen in Venture-Capital-Fonds.

Die Gesellschaften, die im Rahmen des regelmäßigen Venture-Capital-Panels der Unternehmensberatung Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP) und der Zeitung VDI nachrichten befragt wurden, gaben an, dass die Schließung neuer Fonds zuletzt durchschnittlich 19 Monate gedauert habe und damit bis zu 13 Monate länger als von den Venture-Capital-Gesellschaften erwartet. Die Hälfte der befragten Gesellschaften konnte ihr angestrebtes Fondsvolumen nicht erreichen und musste feststellen, dass weitere Investoren erst investieren, wenn sogenannte Anker-Investoren vorhanden sind.

Zu den größten Investoren zählen in Deutschland neben Dachfonds und „Family Offices“²⁰ auch öffentliche Einrichtungen. Im Vergleich zum angloamerikanischen Raum sind Pensionsfonds und Versicherungen nach wie vor unterrepräsentiert (BMW, 2008, 15).

Ausländische Venture-Capital-Gesellschaften stoßen zunehmend in die Angebotslücke, die sich in Deutschland auftut. Da sie aber praktisch nicht in der Seed- und der Start-up-Phase investieren und auch in späteren Finanzierungsphasen sich eher als Syndizierungspartner eines in Deutschland ansässigen Venture-Capital-Fonds betätigen, also mit ihm gemeinsam das Eigenkapital für das Unternehmen aufbringen, können sie originäre deutsche Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften nicht ersetzen (BMW, 2008, 15). Außerdem ist festzustellen, dass bereits etablierte Unternehmen, vor allem solche mit einem Selbstverständnis als Familienunternehmen, nur in Ausnahmefällen auf Mittel in- oder ausländischer Beteiligungsgesellschaften zur Finanzierung zurückgreifen (vgl. Abschnitt 2.2). Als ein Grund ist anzunehmen, dass das Selbstverständnis des Familienunternehmers sich schlecht mit der Aufnahme eines Kapitalgebers verträgt, der unter Umständen eigene Interessen bei der Geschäftspolitik verfolgt.²¹

4.3 Rückläufige Unternehmensbeteiligungen in der Wirtschaftskrise

Gemäß der Marktstatistik des BVK wurden im Jahr 2009 nur noch 611,9 Millionen Euro für Beteiligungen an deutschen Unternehmen in der Seed-, Start-up- und Later-Stage-Phase zur Verfügung gestellt. Im Vergleich zum Jahr 2008 ist damit das Beteiligungsvolumen um rund 45 Prozent zurückgegangen.

²⁰ Hierbei handelt es sich um Beteiligungskapitalgesellschaften, die von sehr vermögenden Familien zur optimalen Bewirtschaftung ihrer privaten und unternehmerischen Vermögenswerte und Verpflichtungen gegründet wurden.

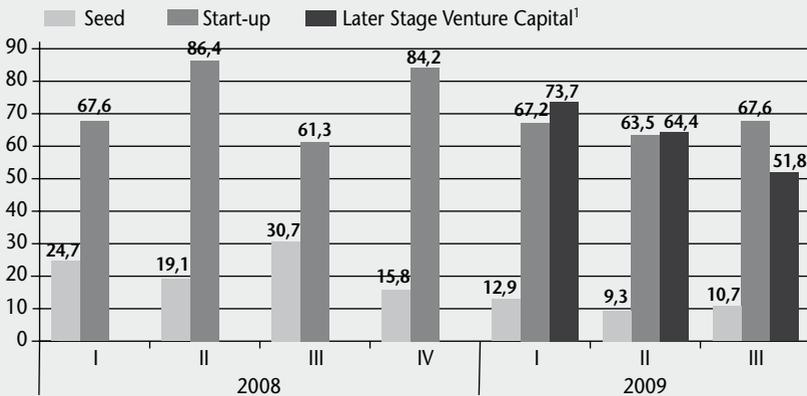
²¹ Dieses Phänomen wird auch als „Herr-im-Hause-Mentalität“ bezeichnet.

Ein besonders starker Rückgang ist mit mehr als 50 Prozent bei Unternehmensbeteiligungen in der Seed-Phase zu erkennen (Abbildung 4). Während in der Start-up-Phase lediglich knapp 8 Prozent weniger Beteiligungskapital in deutsche Unternehmen flossen, gingen Beteiligungskapitalfinanzierungen in der Later-Stage-Phase sogar um fast 65 Prozent zurück (BVK, 2010a, 6).

Wagniskapitalbeteiligungen in Deutschland nach Gründungsphasen

Abbildung 4

Quartalswerte, in Millionen Euro



¹ Later Stage Venture Capital wird erst seit dem 1. Quartal 2009 gesondert ausgewiesen.
Quelle: BVK, 2009b

Die regelmäßige Befragung von ausgewählten Venture-Capital-Gesellschaften im Rahmen des FHP-Venture-Capital-Panels (vgl. Abschnitt 4.2) bestätigt weitestgehend diesen Trend. Auch diese Befragten geben an, ihre Venture-Capital-Investitionen im ersten Halbjahr 2009 gegenüber dem ersten Halbjahr 2008 um mehr als die Hälfte reduziert zu haben. Im dritten Quartal 2009 verzeichneten die Panelisten eine Zunahme der Investitionen gegenüber dem Vorquartal. Dies war jedoch vor allem der starken Beteiligungsaktivität des ERP-Startfonds in Höhe von 23,6 Millionen Euro neu investiertem Kapital im dritten Quartal 2009 geschuldet (laut Angaben von FHP; vgl. auch Fleischhauer et al., 2008).

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass der deutsche Venture-Capital-Markt im internationalen Vergleich noch immer ausgesprochen klein ist. Dies gilt insbesondere im Vergleich zu den angelsächsischen Ländern. Wenige private Akteure mit eher mittleren Fondsgrößen agieren neben einer Vielzahl klein-volumiger öffentlicher Fonds. Nach einem ersten Hoffnungsschimmer in den Jahren 2007 und 2008, in denen Unternehmensbeteiligungen in den risikobehaf-

teten Seed- und Start-up-Phasen spürbar angestiegen sind, agieren viele Fonds zudem mittlerweile wieder deutlich zurückhaltender. Problematisch ist, dass die Stimmung in der deutschen Venture-Capital-Branche durch die weltweite Finanzmarktkrise massiv eingebrochen ist. Ob die derzeitige Erholung der Wirtschaft auch zu einer Stabilisierung des Venture-Capital-Marktes führt, muss sich erst erweisen.

Mehr als zwei Drittel der seit dem Jahr 2004 geschlossenen deutschen Venture-Capital-Fonds sind darüber hinaus mit Volumina unter 50 Millionen Euro unterkritisch aufgestellt. „Unterkritisch“ bedeutet hier, dass von vornherein ausreichende Möglichkeiten zur Risikostreuung und für die Durchführung von Folgeinvestitionen fehlen.

Vor allem folgende problematische Tendenzen im deutschen Venture-Capital-Markt sollten Gegenstand der weiteren Diskussion sein, um letztlich auch wirtschaftspolitisch gegensteuern zu können und das Wagniskapitalangebot in Deutschland zu verbessern:

- Es gibt generell zu wenige private Venture-Capital-Gesellschaften im deutschen Markt. Die wenigen privaten Marktteilnehmer bewegen sich im internationalen Vergleich mit ihren Fondsvolumina zudem eher am unteren Ende der Skala.
- Die Bereitschaft der wenigen Marktteilnehmer im privaten Venture-Capital-Markt zu Finanzierungen im Seed- und Start-up-Bereich ist äußerst volatil beziehungsweise prozyklisch, wie die stark rückläufige Entwicklung im ersten Halbjahr 2009 gezeigt hat.
- Darüber hinaus fällt es den privaten Fonds schwer, Kapital für Folgefonds zu generieren.
- Es gibt insgesamt (zu) viele kleinteilige öffentliche Fonds, die zwar anfinanzieren können, denen aber aufgrund extrem niedriger Fondsvolumina auf halbem Wege die Luft ausgeht. Hier macht sich die föderale Struktur Deutschlands bemerkbar. Zudem unterliegen die Gesellschaften in der Regel regionalen Restriktionen und auch beihilferechtlichen Beschränkungen, sofern sie aus dem Europäischen Strukturfonds EFRE kofinanziert werden.

4.4 Die regionale Verteilung der Wagniskapitalinvestitionen

Die Höhe der Wagniskapitalinvestitionen schwankt sehr stark zwischen den Bundesländern, was einen Hinweis auf die Innovationsstärke der deutschen Regionen gibt. Je Einwohner gerechnet, liegt Berlin mit 42,55 Euro Beteiligungsvolumen im Zeitraum von 2003 bis 2007 an der Spitze (Tabelle 2). Die größte absolute Summe erreicht jedoch Bayern mit 267 Millionen Euro neu investiertem Kapital vor Baden-Württemberg mit 179 Millionen Euro. Es zeigt sich allerdings,

Gründungen und Wagniskapital für Hightech-Unternehmen

Tabelle 2

Regionaler Gründungsindex und Wagniskapitalinvestitionen in innovative Unternehmen nach Bundesländern

	Regionaler Gründungsindex ¹	Wagniskapitalbeteiligungen, in den Jahren 2003 bis 2007	
		in Euro je Einwohner	in Millionen Euro
Baden-Württemberg	72,3	16,66	179
Bayern	85,6	21,35	267
Berlin	75,8	42,55	145
Brandenburg	77,1	6,30	16
Bremen	61,1	3,02	2
Hamburg	97,2	25,54	45
Hessen	91,6	5,27	32
Mecklenburg-Vorpommern	52,4	8,89	15
Niedersachsen	80,3	6,77	54
Nordrhein-Westfalen	79,2	8,22	148
Rheinland-Pfalz	77,2	9,38	38
Saarland	72,2	21,15	22
Sachsen	64,3	10,15	43
Sachsen-Anhalt	65,9	20,60	50
Schleswig-Holstein	69,7	5,64	16
Thüringen	64,9	16,09	37

¹ Der Gründungsindex basiert auf einer regionalen Auswertung des Global Entrepreneurship Monitor (GEM). Enthalten sind die Gründungen aus den Jahren 1999 bis 2006. Der Index beinhaltet den Anteil der Personen an den 18- bis 64-jährigen, die aktuell mit einer Gründung befasst sind, sowie den Anteil derer, die innerhalb der zurückliegenden drei Jahre ein Unternehmen gegründet haben. Zudem geht das Verhältnis von chancenorientierten Gründern zu Gründern mangels Alternative am Arbeitsmarkt ein – ein wichtiges Erhebungsmerkmal des GEM. Als viertes Element wird das Verhältnis von aktuell Gründenden zu Jungunternehmern der vergangenen drei Jahre als Ausweis der Gründungsdynamik berücksichtigt.

Quellen: Sternberg/Hundt, 2007; eigene Berechnungen in Anlehnung an Wallisch, 2009, 125

dass Wagniskapital in den meisten deutschen Flächenländern mit Investitionen von weniger als 10 Euro je Einwohner nahezu bedeutungslos ist.

Eine positive Wirkung könnten die Venture-Capital-Investitionen vor allem dann entfalten, wenn sie mit einem positiven regionalen Gründungsklima einhergehen. Unter den Flächenländern weist Bayern laut Regional Entrepreneurship Monitor (REM), in dem basierend auf einer repräsentativen Bevölkerungsbefragung die Gründungsaktivität der Jahre 1999 bis 2006 abgebildet wurde, die zweithöchste Gründungsintensität nach Hessen auf. Zwar liegen die Stadtstaaten Hamburg und Berlin bei der Gründungsintensität und in der Wagniskapitalfinanzierung von Gründungen und jungen Unternehmen in Führung. Der geeignete

Vergleichsmaßstab wären jedoch innerhalb der südlichen Flächenländer eher die Ballungsräume München und Stuttgart, in denen ein Großteil der innovativen Gründungen und Venture-Capital-Finanzierungen innerhalb der jeweiligen Bundesländer konzentriert ist. Dies gilt für die bayerische Landeshauptstadt in noch stärkerem Maße als für Stuttgart.²² Bayern und Baden-Württemberg vereinigen mit 160.000 vollzeitäquivalenten Stellen (Stand: 2007) zudem nahezu die Hälfte des FuE-Personals der deutschen Wirtschaft auf sich (Stifterverband, 2009, 12). Allerdings handelt es sich dabei überwiegend um Forschungspersonal in den großen und etablierten Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes, nicht um Forscher und Entwickler in jungen Wachstumsunternehmen.

5

Business Angels: Wagniskapital von Privatinvestoren

Auch für innovationsstarke Gründer, deren Geschäftsidee nicht in das Anlagekonzept großer Wagniskapitalfonds passt – sei es aufgrund zu geringen Kapitalbedarfs, sei es aufgrund von Schwierigkeiten bei der Einschätzung der Erfolgsaussichten durch das Fondsmanagement –, gibt es potenzielle externe Finanzierungsquellen. Sogenannte Business Angels stellen Mittel für die Gründung und den Aufbau innovativer Unternehmen zur Verfügung, wobei sie das Informationsproblem durch ihre eigene Expertise und Recherchen lösen. Im Gegensatz zu den größeren Beteiligungsgesellschaften sind hier meist keine institutionalisierten Mittler tätig, sondern frühere Unternehmer, die Unternehmensideen und Geschäftspläne mit guten Erfolgsaussichten von kaum realisierbaren Hirngespinnsten und unrealistischen Markterwartungen unterscheiden können.

5.1 Die Unterschiede zu Wagniskapitalgesellschaften

Business Angels begleiten die neu gegründeten Unternehmen oft langfristig und stellen eigenes Expertenwissen beratend zur Verfügung, was sie von anderen Kapitalgebern unterscheidet. Diese Gruppe von Privatinvestoren ist daher stärker

²² Generell ist die Aktivität von Venture-Capital-Gesellschaften ebenso wie die von Business Angels stark auf die Ballungszentren konzentriert, die aufgrund vielfältiger Agglomerationsvorteile bevorzugte Standorte für Gründer, Forscher und Finanzintermediäre sind. In sogenannten industriellen Clustern profitieren Forscher und innovative Gründer voneinander. Es entsteht eine kreative Mischung aus Wettbewerb und Kooperation zwischen den ansässigen Unternehmen und Institutionen (Röhl, 2001, 114 ff.).

als Risikokapitalgesellschaften in der Lage, die Gründungsdynamik im Hochtechnologiebereich anzuregen. Da die von ihnen begleiteten Firmen überdurchschnittlich innovations- und forschungsaktiv sowie wachstumsstark sind, spielen sie auch für die Volkswirtschaft insgesamt eine weit wichtigere Rolle, als es ihrem eher geringen Anteil an allen Gründungen entspricht.²³

Die Gründung innovativer Unternehmen in jungen Branchen stellt eine wesentliche Triebfeder für wirtschaftliches Wachstum dar. Sie ist jedoch mit erheblichen Hürden verbunden. Oft stehen dabei Finanzierungsengpässe im Mittelpunkt. Der Zugang zu Wagniskapitalfinanzierungen über Venture-Capital-Fonds lässt sich für innovative Gründer oft nur schwer realisieren. Ebenso wie Banken haben die Fonds Schwierigkeiten, die Validität einer innovativen Geschäftsidee und die Marktaussichten ohne großen Zusatzaufwand zu bewerten. Häufig ist der Kapitalbedarf anfangs zu klein, um die Hinzuziehung externer Experten zu rechtfertigen. Deshalb wird Kapital von Venture-Capital-Fonds nicht selten erst in einer zweiten Finanzierungsrunde bereitgestellt, wenn das neu gegründete Unternehmen die schwierige Startphase überstanden hat und sein weiteres Wachstum finanzieren muss. Die Gründungsfinanzierung ist deshalb eher eine Domäne der Privatinvestoren, die entsprechendes Fachwissen zur Beurteilung einer Technologie oder innovativen Idee mitbringen. Business Angels bilden daher eine wichtige Quelle für Kapital und Know-how bei Hightech-Gründungen. In Deutschland spielen sie jedoch trotz eines Aufschwungs seit den 1990er Jahren noch eine relativ geringe Rolle.

Übersicht 2 zeigt die wesentlichen Unterschiede zwischen allgemeinen Wagniskapitalinvestoren – oft in Gestalt von Fonds und nicht selten mit öffentlicher Beteiligung – und Business Angels (Wallisch, 2009, 31). Business Angels werden ähnlich wie Entrepreneure unternehmerisch tätig und bringen ihre Erfahrung in fachlicher und/oder betriebswirtschaftlicher Hinsicht in mehr oder weniger großem Umfang in die Leitung des Beteiligungsunternehmens mit ein. Die Vorgehensweise kann von Beratung bis zur direkten Mitarbeit im Unternehmen reichen – Letzteres vor allem dann, wenn das Unternehmen in Schwierigkeiten und die Beteiligung damit in Gefahr ist. Business Angels nehmen damit aktiv Einfluss auf die Erfolgsaussichten ihres Engagements. Das ist für investierende Fonds unüblich.

²³ Die Zahl der wirtschaftsaktiven Gründungen ohne Kleinbetriebe lag in Deutschland im Jahr 2008 bei 199.000. Davon fanden 15.300 Gründungen in den forschungs- und wissensorientierten Sektoren statt, die sich mit rund 13.000 auf die technologieorientierten Dienstleistungen und mit rund 2.300 auf die forschungsintensive Industrie verteilen (Heger et al., 2009, 4).

Business Angels und Venture-Capital-Investoren im Vergleich

Übersicht 2

Charakteristika	Business Angels Entrepreneurial Approach	Venture-Capital-Investoren Financial Investor Approach
Investierte Kapitalform	Persönliches Vermögen, unmittelbare Investition	Institutionelles Kapital, Investition über einen Fonds
Finanzierte Unternehmen	Kleine, junge Firmen	Große, reife Firmen
Zugang für Unternehmer	Bevorzugte Anonymität, Zugang über private Empfehlungen oder Investorenvereinigungen	Sichtbares und eigenständiges Auftreten am Markt
Beteiligungsauswahl und Investitionsgründe	Orientierung an persönlichen Merkmalen und Fähigkeiten der Gründer sowie klaren Wettbewerbsvorteilen	Fertiges Produkt, Orientierung am Markt und der Industrie, gegebene Wettbewerbsvorteile, erfahrenes Team
Geografischer Fokus	Häufig regional, Erreichbarkeit der Beteiligungsunternehmen innerhalb weniger Stunden	Regionaler bis internationaler Investitionsradius
Beteiligungsbedingungen	Verhandelbare und individuelle Investmentbedingungen	Häufig standardisierte Vorgaben mit geringen Anpassungsoptionen
Zusätzliche Leistungen	Operative Unterstützung und strategische Ausrichtung des Unternehmens	Betreuung der Finanz- und Betriebsleitung

Quellen: Wallisch, 2009, 31, in Anlehnung an Nittka, 2000, 85; Bomholt, 2006, 12; Wainwright/Horvath, 2002, 3

Die meisten Beteiligungen von Business Angels sind eher klein. Untersuchungen aus dem Jahr 2007 zufolge beträgt die Investitionssumme in Deutschland im Schnitt nur 100.000 Euro. Andere Studien kommen auf Durchschnittswerte von bis zu 150.000 Euro pro Investitionsvorgang (Wallisch, 2009, 33 f.). Venture-Capital-Gesellschaften geben dagegen zehn- bis 20-mal so viel Kapital pro Beteiligung. Aber immerhin ein Viertel der Business Angels stellt über 500.000 Euro zur Verfügung, womit sich auch größere Investitionen, wie sie für Unternehmensgründungen im Verarbeitenden Gewerbe die Regel sind, realisieren lassen.

5.2 Der Business-Angel-Markt in Deutschland

Nach Schätzung des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) in Mannheim gibt es in Deutschland etwa 2.700 bis 3.400 aktive Business Angels. Das Gesamtvolumen des informellen Beteiligungskapitals für Erstinvestitionen in Gründungen könnte mindestens 200 Millionen Euro betragen. Im Boomjahr der Internet-Start-ups – im Jahr 2000 – wurde der Markt mit 900 Millionen Euro noch auf ein weit größeres Volumen taxiert. Ganz andere Größenordnungen gibt

es allerdings auf dem Markt für Unternehmensfinanzierungen in den USA: Dort wurde die Zahl der Business Angels im Jahr 2007 auf eine Viertelmillion geschätzt. Sie vergeben im Schnitt 200.000 bis 330.000 Euro pro Beteiligung (Ullrich, 2008, 6 f.). Tabelle 3 gibt einen Überblick über die durch Business Angels etablierten Beteiligungsmärkte in Deutschland und den USA. Wiedergegeben wird allerdings die Situation vor der schweren Finanz- und Wirtschaftskrise.

Der Business-Angel-Markt in Deutschland und den USA

Tabelle 3

im Jahr 2007

	Deutschland	USA
Geschätzte Anzahl aktiver Business Angels	2.700–3.400	143.000–258.200
Geschätzte Anzahl organisierter Business Angels	k. A.	5.800–14.280
Geschätzte Anzahl aktiver Business Angels pro eine Million Einwohner	33–41	474–850
Durchschnittliches Finanzierungsvolumen, in 1.000 Euro	100–200	194/332 ¹

¹ 194.000 Euro pro Finanzierungsrunde, 332.000 Euro pro Unternehmen.

Quelle: Ullrich, 2008, 7

In den Jahren 2008 und 2009 hat sich die Anzahl der aktiven Beteiligungsgeber aufgrund der Finanzkrise vermutlich temporär stark reduziert. Da der Einbruch auf beiden Seiten des Atlantiks ähnlich stark ausgefallen sein dürfte, sind in den USA bezogen auf die Bevölkerungszahl aber immer noch rund zehnmal so viele private Risikoinvestoren aktiv wie in Deutschland. Dabei ist in den USA allerdings eine starke räumliche Konzentration zu beobachten: Über die Hälfte der Wagniskapitalinvestitionen wird in den drei Zentren Silicon Valley und Los Angeles in Kalifornien sowie Massachusetts/Neuengland mit dem Schwerpunkt im Großraum Boston getätigt, während weite Teile der USA ähnlich wenige Finanzierungen durch Wagniskapitalgeber aufweisen wie die europäischen Länder (Meyer, 2009, 8). Die Tätigkeit von Business Angels dürfte mindestens so stark auf Kalifornien und Neuengland konzentriert sein wie jene der Wagniskapitalfonds, da Venture-Capital-Fonds mit öffentlicher Beteiligung gerade in jenen Regionen aufgelegt werden, in denen es ein Defizit an Privatinvestoren gibt. Zudem gilt das Silicon Valley als globaler Fokus der Business-Angel-Aktivität.

5.3 Das (problematische) Zusammenspiel von Business Angels und Wagniskapitalgesellschaften

Risikokapitalgesellschaften sind in Deutschland zwar mit einem erheblichen Beteiligungsvolumen von 3,7 Milliarden Euro am Markt tätig. Hiervon entfallen aber nur circa 300 Millionen Euro auf die Gründungsfinanzierung, über 90 Pro-

zent hingegen auf Nachgründungsphasen oder die Finanzierung etablierter Unternehmen (Ullrich, 2008, 7). Insofern darf es nicht verwundern, dass selbst im Segment der innovativen Gründungen nur 5 Prozent der Unternehmen mit Beteiligungskapital kofinanziert werden. Dieser Wert schließt bereits spätere Finanzierungsrunden nach der Gründung mit ein. Business Angels und passive Privatinvestoren spielen hierbei die größte Rolle, nur etwa ein Drittel der betreffenden Firmen hat Kapital von Venture-Capital-Gesellschaften erhalten.

Wallisch (2009, 163) konstatiert, dass sich bei den Investitionsaktivitäten von Business Angels ein Übergewicht im Bereich der Frühphase zeige. Sie schätzten die strategischen Gestaltungsspielräume direkt nach der Gründung eines Unternehmens und die überdurchschnittlichen Renditechancen im Erfolgsfall. „Allerdings kommen auch spätere Finanzierungsphasen in Betracht. Dies liegt daran, dass der Weg bis zum Ausstieg des Angel-Investors in diesen Phasen besser planbar und kürzer ist. Die erforderlichen Investitionssummen betragen jedoch häufig ein Vielfaches der Frühphasenfinanzierung“ (Wallisch, 2009, 163). Sie sind deshalb von Business Angels (allein) nur schwer zu realisieren. Am höchsten ist der Kapitalbedarf bei den produzierenden Unternehmen aus der Hochtechnologie. In diesem Segment können nach der Analyse auf Basis von Paneldaten des ZEW durch Ullrich (2008, 8) gut 7 Prozent auf Beteiligungsmittel zurückgreifen, während es im Dienstleistungsbereich bloß 2,5 Prozent sind. Ohne Wagniskapital ließen sich allerdings viele der Unternehmensgründungen im Hochtechnologiebereich des Verarbeitenden Gewerbes überhaupt nicht durchführen.

Tabelle 4 zeigt die durchschnittlichen Anteile der verschiedenen Kapitalquellen in der Finanzierung von Unternehmensgründungen und jungen (bis zu vier Jahre alten) Unternehmen. Eigenmittel der Gründenden bilden im Bereich niedriger Technologie rund ein Drittel der Finanzierung, während das Gros der Mittel, nämlich 44 Prozent, dem Cashflow entstammt. Wegen der geringen Zahl der Beteiligungsfälle liegt hier die durchschnittliche Beteiligungskapitalhöhe nur bei 1 Prozent. Anders im Bereich der Hochtechnologie: Hier bilden Eigenmittel fast 40 Prozent der Finanzierung und im Durchschnitt stammen weitere 4 Prozent von Beteiligungsgebern. In den – vermutlich besonders kapitalintensiven – Gründungen mit Beteiligungskapital stammen sogar fast 30 Prozent der Mittel von den externen Investoren, während Fremdkapital hier mit nur 5 Prozent der Mittel fast keine Rolle spielt.

Üblicherweise werden Hightech-Gründer in der Anfangsphase zunächst das Angebot eines Business Angels nutzen und später, wenn die Expansion zu finanzieren ist, auf formale Kapitalgeber wie Beteiligungsfonds zurückgreifen. Doch dies muss nicht immer so sein. Im Gründungsjahr erhalten bereits vier von zehn

Finanzierungsanteile bei Lowtech- und Hightech-Gründungen

Tabelle 4

Durchschnittliche Finanzierungsanteile, in Prozent¹

	Lowtech-Gründungen	Hightech-Gründungen und junge Unternehmen ²	
		insgesamt	mit Beteiligungsfinanzierung
Eigenmittel	32	39	21
Beteiligungskapital	1	4	29
Mittel von Verwandten und Freunden	1	1	3
Cashflow	44	40	34
Fremdkapital ³	19	12	5
Öffentliche Zuschüsse ⁴	2	2	6
Sonstige Finanzierungsquellen	1	3	2

¹ Rundungsdifferenzen; ² Unternehmensalter: bis zu vier Jahre; ³ Fremdkapital: Bankkredite und Darlehen einschließlich Förderdarlehen; ⁴ Öffentliche Zuschüsse: Gründungszuschüsse der Bundesagentur für Arbeit und andere nicht rückzahlbare Fördermittel. Die Zahlen entstammen nicht der Originalquelle (Ullrich, 2008). Es handelt sich um korrigierte Zahlen, die von der Autorin Ullrich bereitgestellt wurden.

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ullrich, 2008

Gründern mit externen Beteiligungen (auch) Geld von Wagniskapitalgesellschaften. Dabei nutzen 18 Prozent der von Business Angels unterstützten Firmen gleichzeitig Venture-Capital-Gesellschaften zur Finanzierung (Ullrich, 2008, 6). Diese sogenannte Syndizierung ist allerdings nicht unproblematisch. Besonders der Exit des Business Angels gestaltet sich oft als sehr schwierig, da ein potenzieller Käufer, das heißt meist eine Wagniskapitalgesellschaft, einen möglichst niedrigen, der Privatinvestor aber einen möglichst hohen Preis für den Unternehmensanteil anstrebt. Bei einer längerfristigen gemeinsamen Beteiligung am Unternehmen bis zu einem Verkauf an Dritte oder einem Initial Public Offering (IPO), also einem Börsengang, kann es aber ebenfalls immer wieder zu Meinungsverschiedenheiten kommen. Außerdem widerspricht ein Langfristengagement dem Interesse der meisten Business Angels, nur für einen begrenzten Zeitraum, für die Aufbauphase, an einem Unternehmen beteiligt zu sein und dann nach einer Desinvestition neue Herausforderungen zu suchen.

Auf die vielfältigen Probleme, die sich in der Kooperation von Business Angels mit Risikokapitalgesellschaften ergeben können, geht Wallisch (2009, 155 ff.) näher ein. Generell stellt es sich immer wieder als schwierig heraus, eine ununterbrochene Finanzierungskette für Wagniskapitalinvestments in junge Hochtechnologieunternehmen zu realisieren. Business Angels und ihre Beteiligungsunternehmen stehen vor großen Problemen, wenn sie Anschlussfinanzierungen finden wollen. Dieses Risiko kann ansonsten interessante Investments von vorn-

herein verhindern. Die Kooperation von Business Angels, die auch zu Venture-Capital-Fonds gute Kontakte pflegen und die von ihnen kofinanzierten und betreuten Unternehmen dort platzieren können, in Netzwerken bildet daher eine wesentliche Voraussetzung für den Erfolg. Wallisch (2009, 179) betont die Bedeutung einer „durchgängigen Organisation der Finanzierungskette, die einen effizienten Umgang mit dem hohen Risiko der Förderung innovativer Technologien ermöglicht“. Diese begünstige die Etablierung neuer Technologien und sei daher eine Grundlage für die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen. Mögliche Lösungsansätze könnten in einer besseren Vernetzung von Venture-Capital-Gesellschaften und Business Angels liegen. Durch Maßnahmen wie „Private Equity Days“ könnten die regionalen Akteure im Beteiligungskapitalmarkt zusammengeführt werden, um bereits frühzeitig ihre Engagements vorzustellen und potenzielle Anschlussfinanzierungen für Business-Angel-Investitionen zu besprechen.

6

Öffentliche Wagniskapitalfinanzierung in Deutschland

6.1 Zur Begründung öffentlicher Finanzierungshilfen für innovative Gründungen

Wie in Kapitel 2 ausgeführt wurde, können junge, innovative Unternehmen die oft hohen Kosten der Entwicklung und Erprobung neuer Produkte und Verfahren nicht aus eigenen finanziellen Mitteln bestreiten und sind auf externes Kapital angewiesen. Der Zugang zu Bankkrediten bei der Gründung eines innovativen Unternehmens ist aber eingeschränkt. Zu den schon genannten Gründen kommt hinzu, dass der überdurchschnittlich hohe Finanzierungsbedarf innovativer Gründungsunternehmen nicht durch angemessene materielle Sicherheiten unterlegt werden kann. Immaterielle Vermögenswerte wie beispielsweise Patente werden von Fremdkapitalgebern in dieser frühen Unternehmensphase in der Regel nicht als Sicherheiten akzeptiert, weil sich die Bewertung schwierig gestaltet und die Möglichkeit der Liquidierung unsicher ist. Häufig dauert auch die Entwicklung des innovativen Produkts länger und reicht damit über die Gründungsphase hinaus. Die Vermarktung und dementsprechende Umsätze verzögern sich (BMWi, 2008, 13).

Entrepreneure nutzen für die Gründung und in der frühen Unternehmensphase vor allem eigene Mittel, Kapital aus dem Verwandten- und Freundeskreis sowie kurzfristige Bankkredite zur Finanzierung ihres Unternehmens (Ruis et al., 2009; Vincenti/Winters, 2008a; 2008b). Während in späteren Unternehmensphasen eine Finanzierung über Venture Capital und langfristiges Fremdkapital durchaus gebräuchlich – aber keineswegs die Regel – ist, sind diese Finanzierungswege den innovativen Unternehmen in der Seed-Phase nahezu verschlossen. Dies liegt insbesondere an der mangelnden Attraktivität von Frühphasenfinanzierungen für Venture-Capital-Fonds (vgl. Kapitel 4).²⁴ Diese berücksichtigen bei ihren Investitionsrechnungen zudem die vergleichsweise höhere Unsicherheit des Innovationserfolgs in der Frühphase. Die hohe Ausfallrate macht dieses Marktsegment a priori eher unattraktiv für kapitalgebende Fonds. Demgegenüber sind Business Angels aufgrund ihres starken persönlichen Engagements eher geneigt, die Risiken der Frühphasenfinanzierung einzugehen (vgl. Kapitel 5). Aus Sicht von Beteiligungskapitalgebern führen vor allem geringe Managementkompetenz, hohe technische Risiken und Informationsasymmetrie zu einer gegenüber späteren Unternehmensphasen geringeren Rentabilität des eingesetzten Kapitals in der Frühphase (EU-Kommission, 2006b, 2 f.).

Schließlich ist eine Folge der dargestellten Hindernisse, dass aufgrund der Renditeproblematik eine Verschiebung der Investitionen von Venture-Capital-Fonds zugunsten späterer Marktphasen stattfindet. Dieses Phänomen ist nicht nur für Deutschland zu beobachten, sondern zeigt sich auch im US-amerikanischen Markt. Venture-Capital-Fonds verhalten sich in der Regel prozyklisch, das heißt, sie ziehen sich bei konjunkturellen Abschwüngen im Vergleich zu anderen Geldgebern überproportional stark zurück (Ruis et al., 2009), was für die Seed-Phase zu einer entsprechenden Vergrößerung der ohnehin vorhandenen Finanzierungslücke führt. Dieses Phänomen war auch in der jüngsten Finanzkrise zu beobachten (BVK, 2010a).

Offensichtlich gehen vom Markt zu geringe Anreize aus, um Investoren für Frühphasenfinanzierungen in ausreichendem Umfang zu gewinnen. Aus öffentlicher Sicht ist allerdings eine genügende und konjunkturunabhängige Finanzierung innovativer Unternehmensgründungen unbedingt notwendig, denn innovative Unternehmensgründer schaffen mit der Umsetzung neuer Ideen auch neue Anwendungen, neue Märkte und neue Arbeitsplätze und setzen entscheidende

²⁴ Gründer in der Seed-Phase scheitern bei der Finanzierungssuche besonders häufig an ihren begrenzten Managementfähigkeiten (Reger/Schultz, 2009). Die oft nur geringen kaufmännischen Qualifikationen erfordern einen hohen Betreuungsaufwand durch Venture-Capital-Fonds und sind nicht selten die Ursache dafür, dass Gründungen scheitern (Zimmermann/Erhart, 2007).

volkswirtschaftliche Impulse. Die Notwendigkeit besteht gerade deshalb, weil in Deutschland die Anzahl der Hightech-Gründungen generell nicht hoch ist und im Jahr 2008 mit rund 15.300 einen neuen Tiefpunkt erreichte (Heger et al., 2009). Der Rückgang im Vergleich zum Vorjahr betrug 11 Prozent. Die Gründungen im Bereich der Spitzentechnologien gingen sogar um 12 Prozent zurück, auf nur noch 600 neue Unternehmen.

Unter dieser Maßgabe scheinen staatliche Maßnahmen zur Erhöhung der Anzahl und des Volumens von Frühphasenfinanzierungen geboten, da ein Marktversagen vorliegt. Den Erfolg öffentlicher Unterstützungsmaßnahmen belegen empirische Studien: Leleux/Surlemont (2003) prüften für 15 europäische Staaten die Verteilung von öffentlichen und privaten Venture-Capital-Investitionen im Zeitraum von 1990 bis 1996 und wiesen nach, dass das öffentliche Engagement die gesamten Venture-Capital-Investitionen in junge Unternehmen erhöht hat. Auch eine Studie der britischen Stiftung National Endowment for Science, Technology and the Arts (NESTA, 2009; vgl. Abschnitt 2.1) bestätigt die positiven Effekte staatlicher Frühphasenfinanzierung. Sie zeigt, dass Unternehmen, die durch wirtschaftspolitische Maßnahmen Zugang zu Frühphasenfinanzierung erhielten, stärker wachsen als Unternehmen einer Referenzgruppe (NESTA, 2009, 27).

Staatliche Unterstützungsmaßnahmen müssen jedoch gerade die Prozyklizität der Bereitstellung privaten Venture Capitals berücksichtigen. In konjunkturellen Aufschwungphasen sollte eine starke Anhebung des öffentlichen Venture-Capital-Angebots vermieden werden, um mögliche Verdrängungseffekte zu vermeiden. Öffentliche Maßnahmen müssen sich auf tatsächliche Lücken im Venture-Capital-Angebot konzentrieren. Dazu zählen beispielsweise frühe Unternehmensphasen, bestimmte Technologien oder Zeiten krisenbedingt verkümmerter Venture-Capital-Märkte (Lerner, 2002).

6.2 Die staatlichen Instrumente

Nachfolgend soll beispielhaft die dreiteilige Förderarchitektur für Wagniskapital des Bundes dargestellt werden. Darüber hinaus haben auch die Bundesländer in den vergangenen Jahren eine Reihe von Venture-Capital-Fonds aufgelegt, die sich insbesondere auf die Frühphasenfinanzierung konzentrieren (vgl. Kapitel 4).

High-Tech Gründerfonds

Im Rahmen der Initiative „Partner für Innovation“ hat das Bundeswirtschaftsministerium im Jahr 2005 zusammen mit sechs deutschen Industriekonzernen²⁵

²⁵ Bei den beteiligten Unternehmen handelt es sich um BASF, Bosch, Carl Zeiss, Daimler, die Deutsche Telekom und Siemens.

und der KfW Bankengruppe den High-Tech Gründerfonds (HTG) aufgelegt, der Beteiligungsfinanzierungen für neu gegründete Technologieunternehmen bereitstellt.

Gefördert werden junge Technologieunternehmen mit Sitz oder Betriebsstätte in Deutschland, die nicht älter als ein Jahr sind. Das Unternehmen muss wachstumsorientiert sein und sich mehrheitlich im Besitz des Managements befinden. Die Produkte, Verfahren und wissenschaftlich-technischen Dienstleistungen müssen einen hohen Innovationsgrad, deutliche Wettbewerbsvorteile und nachhaltige Marktchancen erwarten lassen. Die Weiterentwicklung der Technologie soll anspruchsvoll und anwendungsnah sein, sodass mit der Finanzierung des High-Tech Gründerfonds mindestens ein Prototyp oder ein „Proof of concept“ entwickelt werden kann. Technologisches Know-how muss im Unternehmen gebunden sein. Schutzrechte und geistiges Eigentum sollen dem Unternehmen uneingeschränkt und exklusiv zur Verfügung stehen beziehungsweise ins Unternehmen eingebracht werden.

Mit bis zu 500.000 Euro beteiligt sich der Fonds in einer ersten Finanzierungsrunde an einem jungen Technologieunternehmen. Zu diesem Zweck geht der Fonds eine offene Beteiligung ein und stellt parallel ein nachrangiges Wandeldarlehen zur Verfügung. Ziel ist es dabei, die neu gegründeten Unternehmen genau so lange zu finanzieren, bis sie reif für Anschlussfinanzierungen durch private Wagniskapitalgeber sind oder bis sie eigene Umsätze erzielen, das heißt für einen Finanzierungszeitraum von etwa ein bis zwei Jahren. Der Fonds erwirbt 15 Prozent der Anteile (nominal, ohne Unternehmensbewertung) und gewährt ein nachrangiges Gesellschafterdarlehen. Die Zinsen (10 Prozent per annum, Stand: 2010) für das ausgereichte Darlehen werden für die Dauer von bis zu vier Jahren gestundet. Die Laufzeit des Darlehensvertrags beträgt sieben Jahre. Das Gründungsteam oder Management des Unternehmens wird zudem von einem Coach betreut.

Bereits anfinanzierten Unternehmen kann der Fonds in einer Folgefinanzierungsrunde weiteres Risikokapital zur Verfügung stellen. Der Höchstbetrag pro Unternehmen liegt einschließlich Folgefinanzierung bei 1 Million Euro. Dabei sind Eigenmittel der Gründer in Höhe von 20 Prozent der Beteiligung des High-Tech Gründerfonds erforderlich; in den neuen Bundesländern einschließlich Berlin sind es 10 Prozent.

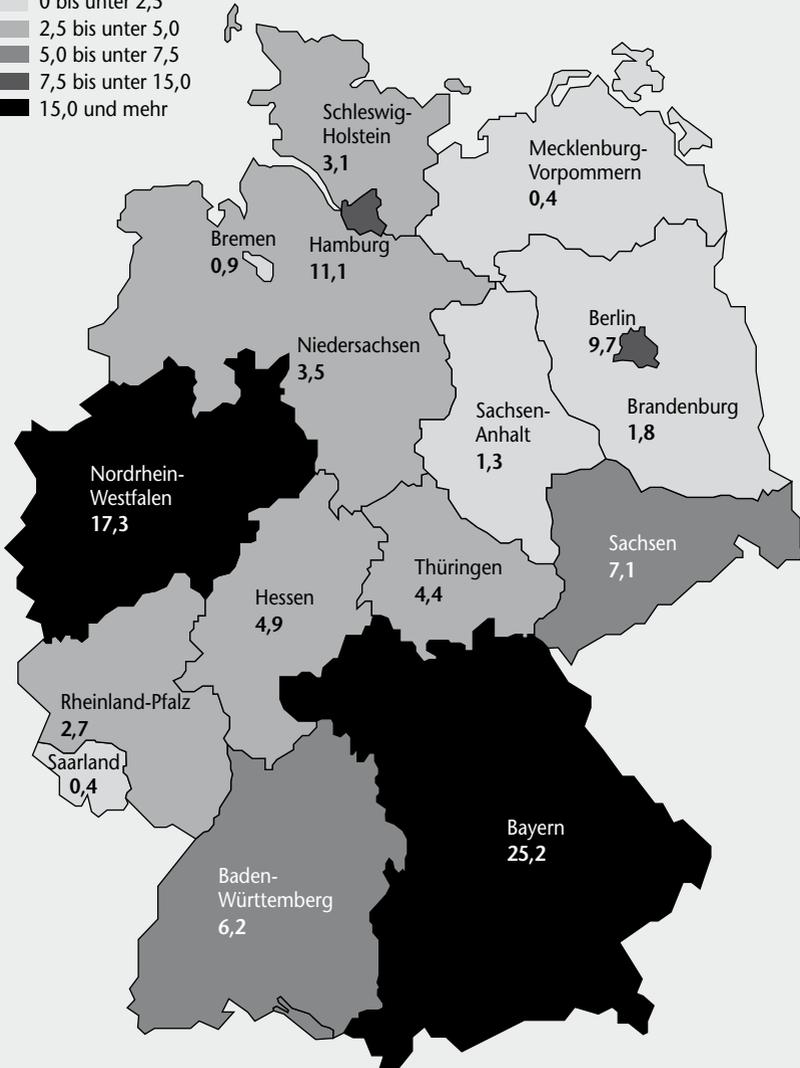
Die endgültige Investitionsentscheidung trifft ein Investment Committee, für welches das Bundeswirtschaftsministerium, die KfW Bankengruppe sowie die Industriepartner ein Vorschlagsrecht haben. Die Gründer dürfen grundsätzlich innerhalb bestimmter Grenzen weitere FuE-Fördermittel beantragen. Es gilt also kein Kumulationsverbot in Relation zu anderen öffentlichen Maßnahmen.

Zusagen des High-Tech Gründerfonds nach Bundesländern

Abbildung 5

in Prozent

- 0 bis unter 2,5
- 2,5 bis unter 5,0
- 5,0 bis unter 7,5
- 7,5 bis unter 15,0
- 15,0 und mehr



Stand: 31.3.2010.

Quelle: High-Tech Gründerfonds, 2010

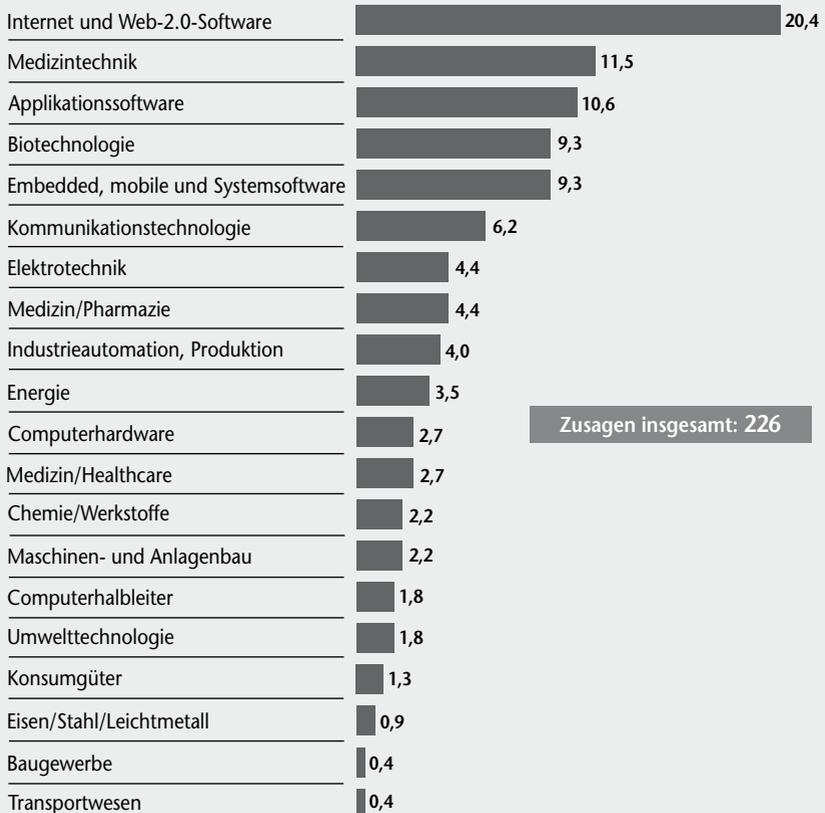
Seit dem Jahr 2005 hat der High-Tech Gründerfonds 226 Zusagen für Beteiligungen an jungen Technologieunternehmen erteilt. Davon wurden 181 in konkrete Beteiligungsverträge umgesetzt; weitere Fälle sind derzeit im Verhandlungsstadium. Das entspricht einem Closingvolumen von 106,7 Millionen Euro. Darüber hinaus konnten bis Ende März 2010 rund 194 Millionen Euro für Anschlussfinanzierungen eingeworben werden (High-Tech Gründerfonds, 2010).

Die Zusagen verteilen sich breit über fast alle Bundesländer und ebenfalls breit über die Innovationsfelder. Gut ein Viertel aller zugesagten Beteiligungen ging

Zusagen des High-Tech Gründerfonds nach Technologiefeldern

Abbildung 6

in Prozent



Stand: 31.3.2010.

Quelle: High-Tech Gründerfonds, 2010

jedoch an bayerische Unternehmen (vgl. Abbildung 5). Weitere Schwerpunkte liegen in Nordrhein-Westfalen, Hamburg, Berlin und Sachsen. Ein Rückstand zeigt sich in Flächenländern ohne bedeutende Ballungszentren, die als Fokus für Forschung und Innovationen dienen. Bezogen auf die Branchen und Innovationsfelder dominieren die neuen Technologien vor den in Deutschland bereits gut etablierten Wirtschaftszweigen (Abbildung 6). Stark vertreten sind vor allem Unternehmen in den zukunftssträchtigen Technologiefeldern Internet und Web-2.0-Software, Medizintechnik, Applikations- und Systemsoftware, Biotechnologie sowie Kommunikationstechnologie.

Die kürzlich abgeschlossene Evaluierung des High-Tech Gründerfonds zeigt, dass der Fonds zur Belebung des deutschen Seed-Finanzierungsmarktes beigetragen hat und innovative Unternehmen mit angemessenem Chancen-Risiko-Profil finanziert (BMWi, 2010a). Er hat sich in den vergangenen Jahren als ein zentraler Akteur zur Finanzierung technologieorientierter Gründungen positionieren können. Die Evaluierungsstudie kommt zu dem Ergebnis, dass – selbst wenn die verfügbaren Statistiken nur eine grobe Abschätzung des tatsächlichen Marktanteils des High-Tech Gründerfonds zulassen – davon ausgegangen werden kann, dass der HTG heute der in Deutschland mit Abstand wichtigste Seed-Investor in seinem Marktsegment ist.

Dem High-Tech Gründerfonds ist es den Ergebnissen der Evaluierung zufolge gelungen, die durch den Rückzug privater Venture-Capital-Fonds nach dem Ende des New-Economy-Booms entstandene Finanzierungslücke zu füllen und damit den Zufluss an erfolversprechenden innovativen Unternehmen zu erhöhen. Auch der private Venture-Capital-Sektor in Deutschland nimmt gemäß der Studie den HTG zuallererst als Bereicherung der Venture-Capital-Landschaft wahr, da er privaten Kapitalgebern in späteren Finanzierungsphasen aussichtsreiche Investitionsmöglichkeiten eröffnet (BMWi, 2010a).

ERP-Startfonds

Der ERP-Startfonds wurde im Jahr 2004 vom Bundeswirtschaftsministerium und der KfW Bankengruppe mit dem Ziel ins Leben gerufen, die Aufbau- und Entwicklungsphase kleiner Technologieunternehmen mit Beteiligungskapital zu unterstützen. Der ERP-Startfonds wurde mit einem Volumen von 250 Millionen Euro aufgelegt. Er kofinanziert Beteiligungen an jungen Technologieunternehmen zu gleichen wirtschaftlichen Bedingungen wie ein weiterer privater Beteiligungskapitalgeber, der als „Lead Investor“ (siehe unten) auftritt. Der ERP-Startfonds geht hierbei Beteiligungen ein, ohne im Regelfall die Geschäftsführung des Unternehmens mitzugestalten oder auf diese Einfluss zu nehmen. Die Beteiligung dient

der Deckung des Finanzierungsbedarfs für die Entwicklung und Markteinführung neuer oder wesentlich verbesserter Produkte, Verfahren und Dienstleistungen.

Finanziert werden kleine Technologieunternehmen der gewerblichen Wirtschaft mit Betriebsitz in Deutschland, die ihre Geschäftstätigkeit vor weniger als zehn Jahren aufgenommen haben. Neben Gründungen sind also auch junge Unternehmen Ziel des Fonds. Die Unternehmen müssen die Kleinunternehmenskriterien der EU erfüllen, das heißt weniger als 50 Beschäftigte und eine Jahresbilanzsumme oder einen Jahresumsatz von höchstens 10 Millionen Euro haben.

Eine Beteiligung des ERP-Startfonds ist immer dann möglich, wenn ein weiterer Beteiligungsgeber sich als sogenannter Lead Investor in mindestens gleicher Höhe an dem Technologieunternehmen beteiligt und auf der Grundlage eines Kooperationsvertrages die Beteiligung mitbetreibt. Lead Investor in einem Syndikat von Beteiligungsgesellschaften ist derjenige Investor – zumeist der mit dem größten Finanzierungsanteil –, der sowohl die Organisation der Finanzierung als auch die aktive Betreuung des Technologieunternehmens übernimmt.

Die Höhe einer Beteiligung des ERP-Startfonds an einem Unternehmen beträgt bis zu 3 Millionen Euro, die auf verschiedene Finanzierungsrunden aufgeteilt werden können. In der ersten Finanzierungsrunde werden jedoch maximal 1,5 Millionen Euro zur Verfügung gestellt.

Im Rahmen des Konjunkturpakets II wurde der ERP-Startfonds zu Beginn des Jahres 2009 um weitere 220 Millionen Euro auf 470 Millionen Euro aufgestockt (BMWi, 2010b, 89). Bisher – mit dem Stand von Februar 2010 – ist der ERP-Startfonds rund 330 Beteiligungen mit kleinen technologieorientierten Unternehmen eingegangen. Das entspricht einem Volumen von etwa 270 Millionen Euro (BMWi, 2010c).

ERP/EIF-Dachfonds

Im Jahr 2004 wurde auf Initiative der Bundesregierung und des Europäischen Investitionsfonds (EIF) zur weiteren Stärkung der Verfügbarkeit von Wagniskapital ein gemeinsamer Beteiligungskapitaldachfonds über 500 Millionen Euro mit einer Laufzeit von fünf Jahren aufgelegt, der mit kommerziellen Beteiligungsgesellschaften als Partnern rund 1,7 Milliarden Euro Kapital mobilisiert haben dürfte.

Der ERP/EIF-Dachfonds investiert in private Venture-Capital-Fonds, die sich überwiegend in Deutschland an jungen Technologieunternehmen beteiligen. Als sogenannter Ankerinvestor beschleunigt er die Auflage neuer Fonds oder macht sie durch seine Investition sogar erst möglich. Das gesamte Investitionsvolumen des ERP/EIF-Dachfonds beträgt 500 Millionen Euro. 250 Millionen Euro stellt dabei das ERP-Sondervermögen, die andere Hälfte der EIF.

Nach einer sechsjährigen Investitionsperiode sind mittlerweile die Mittel des ERP/EIF-Dachfonds nahezu ausgeschöpft. Er ist deshalb im Mai 2010 um 0,5 auf 1 Milliarde Euro aufgestockt worden, die wiederum jeweils hälftig aus dem ERP-Sondervermögen und dem EIF stammen (BMWi, 2010d).

7

Die rechtlichen Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen

Um die Voraussetzungen für Wagniskapitalbeteiligungen in Deutschland zu verbessern, wurde im Juni 2008 das Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG) verabschiedet. Dies erschien dringend notwendig. In einer Studie der European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), welche die steuerlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital EU-weit verglich, belegte Deutschland im Jahr 2008 nur Platz 22 unter 27 untersuchten Ländern. Im August 2007 beschloss die Bundesregierung den Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen, um die dringend erforderliche Mobilisierung von mehr Beteiligungskapital in Deutschland zu ermöglichen. Dieser Entwurf sah die Einführung eines Wagniskapitalbeteiligungsgesetzes vor, hinzu kamen Änderungen des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) sowie begleitende Änderungen im Einkommensteuer-, Körperschaftsteuer-, Gewerbesteuer- und Kreditwesenrecht. Ziel waren spürbare Verbesserungen für Wagnis- und Beteiligungskapital. Als Investitionsziele für Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften wurden im neuen Gesetz Unternehmen definiert, die zum Zeitpunkt des Beteiligungserwerbs noch nicht älter als zehn Jahre sind. Auch darf das Eigenkapital des Beteiligungsunternehmens nicht mehr als 20 Millionen Euro betragen (BMF, 2007a). Sind bestimmte Voraussetzungen erfüllt, so wird die Tätigkeit der Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft als vermögensverwaltend eingestuft. Die Besteuerung findet dann ausschließlich auf der Ebene des Anlegers statt (Steuertransparenz).

Auf Betreiben des Bundesfinanzministeriums wurden die steuerlichen Bedingungen für Beteiligungsgesellschaften jedoch nicht so günstig gestaltet, dass dem neuen Gesetz bei der Stimulierung von wagniskapitalfinanzierten Gründungen der notwendige Erfolg beschieden war (Ketzler/Schäfer, 2009, 782). Zudem gab es Bedenken bezüglich der Übereinstimmung von Teilen der Regelungen mit dem

europäischen Wettbewerbsrecht. Im Oktober 2009 entschied die Europäische Kommission schließlich, dass das Gesetz teilweise gegen europäisches Recht verstößt (BVK, 2009c). Die EU-Kommission monierte die mögliche Gewerbesteuerbefreiung nach Artikel 1 § 19 MoRaKG und das Verlustvortragsrecht nach Artikel 4 MoRaKG (Rödl & Partner, 2009, 3). Kritisiert wurde, dass das Gesetz bestimmten Gesellschaften einen steuerlichen Vorteil verschaffe, den andere nicht in Anspruch nehmen könnten. Die ausschließliche Ausrichtung auf Wagniskapitalfonds stelle eine Diskriminierung anderer Private-Equity-Fonds dar (BVK, 2009c). Zudem widerspreche es europäischem Recht, dass die Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften ihren Sitz in Deutschland haben müssen, um begünstigt zu sein.

Vordergründig gab es mit dem neuen Gesetz Erleichterungen für Beteiligungsgeber, die als Marktanreiz fungieren sollten. So wurden im MoRaKG Freibeträge auf Veräußerungsgewinne von bis zu 200.000 Euro eingeführt, doch sind diese an sehr enge Vorgaben zur Beteiligungshöhe und -dauer gebunden. Die Höhe der Beteiligung muss zwischen 3 und 25 Prozent liegen; die Haltedauer darf zehn Jahre nicht überschreiten. Durch die verschiedenen eingeführten Restriktionen ist der Freibetrag faktisch auf maximal 50.000 Euro gedeckelt worden (Wallisch, 2009, 113). Die Furcht vor eventuellen Steuerausfällen durch eine großzügige Regelung führte also letztlich dazu, dass die Steuerbasis in Form von potenziellen Gewinnen der Beteiligungsgesellschaften schon am Ansatzpunkt – der Beteiligung – ausgetrocknet wurde, statt dass der Beteiligungskapitalbranche in Deutschland ein Anschub gegeben wurde.

7.1 Reformvorschläge für die rechtlichen Rahmenbedingungen zur Belebung des deutschen Wagniskapitalmarktes

Die Untersuchung von Wallisch (2009, 126) auf Basis von Daten des BVK macht deutlich, dass die Variante „Totalverlust“ bei weitem die häufigste Form der Desinvestition von Wagniskapitalbeteiligungen im besonders risikobehafteten Early-Stage-Segment in Deutschland ist. Mehr als die Hälfte der Einsätze an Venture Capital, nämlich 688 Millionen Euro, ging verloren. Entsprechend erfolgreich müssen die anderen Exit-Formen, das heißt der Verkauf an einen Folgeinvestor oder an die (übrigen) Eigentümer oder ein Börsengang sein, um die vielen Verlustfälle zu kompensieren. Eine besondere Bedeutung kommt daher auch der Steuersymmetrie zwischen Gewinn- und Verlustfällen zu: Jede Ungleichbehandlung von Gewinnen und Verlusten, beispielsweise durch eine Einschränkung der Verlustverrechnung in zeitlicher oder sachlicher Hinsicht, macht angesichts der hohen dokumentierten Ausfallwahrscheinlichkeit Wagniskapitalinves-

titionen unattraktiver. Im Zusammenspiel mit den Regelungen der Unternehmenssteuerreform des Jahres 2008 wurden die Verlustvortragmöglichkeiten erheblich eingeschränkt (Ketzler/Schäfer, 2009, 782 f.).

Verrechnung von Verlusten

Die Verrechnung von Verlusten der innovierenden Unternehmen wird damit zu einem zentralen Element einer zielorientierten Gestaltung der rechtlichen Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital. Dies gilt sowohl in zeitlicher Hinsicht (Verlustvträge) wie auch in sachlicher Hinsicht, um Verluste mit Gewinnen aus anderweitiger Geschäftstätigkeit verrechnen zu können (Ketzler/Schäfer, 2009, 783). Dies wäre ein wichtiger Baustein einer Strategie, die sich dem Abbau des deutschen Rückstands im Venture-Capital-Bereich verschrieben hat. Die Verrechnungsmöglichkeiten im Rahmen des MoRaKG wirken aufgrund der vielfältigen Einschränkungen eher wie Verrechnungshindernisse.

Steuertransparenz

Das MoRaKG ist aufgrund seiner Einschränkungen nicht geeignet, eine umfassende Steuertransparenz herzustellen und rechtlich abzusichern. Steuertransparenz bedeutet, dass Investitionen in Wagniskapital nicht beim betreffenden Fonds, sondern allein beim investierenden Individuum besteuert werden. Dies wird von Private-Equity-Fonds, aber ebenso von unabhängigen Finanzierungsexperten als wichtige Voraussetzung für die Nutzung externer Eigenkapitalfinanzierungen angesehen (Eisenbast et al., 2007, 44). Andernfalls droht aufgrund von Doppelbesteuerungen der Gewinne – etwa durch Gewerbesteuerzahlungen der Fondsgesellschaften – und Einschränkungen bei der Verlustverrechnung eine erhöhte Steuerbelastung für Venture-Capital-Investoren. Diese würde die Bereitschaft zur Kapitalbereitstellung, die in Anbetracht der beträchtlichen Risiken dieser Investitionsform ohnehin überschaubar ist, noch zusätzlich reduzieren. Da in der bisherigen Praxis der Steuerverwaltung den Fondsgesellschaften im Einzelfall üblicherweise Steuertransparenz eingeräumt wird, wären durch eine generelle Gewährung per Gesetz keine Steuerausfälle zu befürchten (BVK, 2009d).

Umsatzsteuerfreiheit des Managements

Auf der Managementebene der Fonds ist die Umsatzsteuerfreiheit für die Verwaltung der Private-Equity-Fonds anzustreben, die per Schreiben des Bundesfinanzministeriums zum 1. Januar 2009 aufgehoben wurde (BMF, 2007b). Zuvor waren die Leistungen von Verwaltungs- oder Managementgesellschaften, die den Private-Equity-Fonds in Rechnung gestellt wurden, nicht umsatzsteuerpflichtig.

Problematisch ist, dass die Fonds die gezahlte Umsatzsteuer nicht als Vorsteuer geltend machen können, da sie selbst keine umsatzsteuerpflichtige Leistung erbringen.²⁶ Die Managementgesellschaften bilden das Scharnier zwischen den Kapitalgebern auf der einen und dem Beteiligungsportfolio der Fondsgesellschaften auf der anderen Seite. Durch eine Besteuerung dieses Bindeglieds wird die Attraktivität von Beteiligungskapital systematisch gemindert. Für eine Umsatzsteuerfreiheit gibt es in anderen EU-Ländern wie Frankreich und Italien Regelungen, die als Beispiel einer mit dem europäischen Recht konformen Regulierung dienen und somit als Vorbild für die steuerliche Ausgestaltung in Deutschland gelten können (BVK, 2009d).

Einschränkungen beseitigen

Ebenfalls sollten die zahlreichen Einschränkungen des MoRaKG in den Bereichen der Haltedauer, der Beteiligungshöhe und der Freibeträge überprüft und möglichst beseitigt werden. Da sie keiner ökonomischen, sondern allein einer fiskalischen Logik folgen, geht von ihnen eine stark abschreckende Wirkung auf Beteiligungsgeber aus, die den inländischen Wagniskapitalmarkt und damit die Finanzierungspotenziale für Hightech-Unternehmen stark belastet. Die bestehenden Regelungen führen zu einer systematischen Austrocknung der Steuerbasis. Eine großzügigere Ausgestaltung könnte den Wagniskapitalmarkt beflügeln und so insgesamt sogar zu höheren Steuereinnahmen führen.

7.2 Weiterführende Verbesserungen für innovative Gründungen in Deutschland

Neben einer Reform des wenig geglückten Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen sind auch weiterführende Maßnahmen zur Verstärkung der Innovationsförderung und zur Verbesserung der Rahmenbedingungen für Forschung und Entwicklung in Deutschland notwendig. Dies gilt gerade vor dem Hintergrund der zurückliegenden schweren Wirtschaftskrise und ihrer andauernden Folgen für die Finanzmärkte und den Kreditsektor (Ketzler/Schäfer, 2009), welche die Finanzierung von Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten nachhaltig erschweren. Vor allem durch eine steuerliche Förderung von betrieblicher FuE könnten innovierenden Unternehmen bessere Rahmenbedingungen gewährt werden – so wie es in den meisten entwickelten Ländern bereits üblich ist (vgl. Kapitel 3).

²⁶ „Da die Fonds in aller Regel selbst nicht vorsteuerabzugsberechtigt sind, führt die Belastung der Managementleistungen mit Umsatzsteuer zu einer Definitivbelastung der Fonds und somit zu einer Erhöhung der Verwaltungskosten. Da die Kosten letztendlich von den Investoren getragen werden müssen, reduziert dies ihre erzielten Netto-Rückflüsse“ (BVK, 2007, 1).

Im Rahmen des Konjunkturpakets II ist die technologieoffene Innovationsförderung für mittelständische Unternehmen temporär ausgeweitet worden. Dies kam vor allem der Einzelprojektförderung unter dem Dach des Innovationsprogramms ZIM des Bundes zugute (vgl. Fußnote 12, Kapitel 3). Zukünftig könnte die geplante steuerliche Innovationsförderung die Funktion einer nicht technologiegebundenen Einzelförderung für FuE-Vorhaben im Mittelstand übernehmen. Sie sollte daher zügig eingeführt werden. Neben der Ausgestaltung der Fördermaßnahmen ist aber auch darauf zu achten, dass bürokratische Hemmnisse für Unternehmensgründungen und für Forschungsaktivitäten weiter abgebaut werden. Dies wäre die kostengünstigste Art, Innovationen und Wachstum durch Hightech-Gründungen zu unterstützen.

8

Fazit

Auch wenn Unternehmen sich immer wieder über Einschränkungen bei der Kreditvergabe seitens der Banken beklagen: Die schrittweise Abkehr von der in der Nachkriegszeit üblichen Fremdfinanzierung der Unternehmen über den Kreditsektor bildet eine wesentliche Voraussetzung für die Entwicklung eines funktionsfähigen Wagniskapitalmarktes und ist daher generell zu begrüßen. Denn Kapitalbeteiligungen bilden wiederum eine wesentliche Grundlage für die Generierung wachstumsstarker Hightech-Firmen: „Auf der Makro- und Mesoebene stellt die voranschreitende Transformation des deutschen Finanzsystems, weg von einer Bankorientierung hin zu einer stärkeren Kapitalmarktorientierung, die mit dem New Economy Boom zum Ende der 1990er Jahre eingesetzt hat, einen wesentlichen Antriebsfaktor dar“ (Wallisch, 2009, 179). Wichtig zur Sicherstellung einer ununterbrochenen Finanzierung ist auch eine gute Kooperationsbeziehung zwischen Business Angels und Venture-Capital-Gesellschaften. Hier ist eine entscheidende Schnittstelle im Finanzierungsprozess verortet.

Letztlich ist der Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland aber bis heute relativ eng und Wagniskapital stellt – anders als etwa in den USA – noch immer eine Ausnahme bei der Unternehmensfinanzierung dar. Neue Unternehmen müssen sich vorwiegend aus Eigenmitteln der Gründer und ihres Umfelds sowie ihrem Cashflow finanzieren, wenn sie keine Bankkredite erhalten. Gerade für Technologieunternehmen ist dies eine gefährliche Hürde für die Gründung und eine Bremse für die weitere Entwicklung.

Die Bemühungen der öffentlichen Hand, den Wagniskapitalmarkt zu beleben, waren bislang nur teilweise erfolgreich. Der High-Tech Gründerfonds mit überwiegend staatlichem, aber auch privatem Beteiligungskapital stellt einen wesentlichen Beitrag zur Eigenkapitalfinanzierung für größere Gründungen und junge Unternehmen, vor allem aus der Industrie, dar. Mit bislang gut 220 kofinanzierten Unternehmen und im Verhandlungsprozess befindlichen Finanzierungen ist die Reichweite des HTG aber begrenzt. Auch weitere staatliche Maßnahmen wie das Eigenkapitalhilfeprogramm der KfW Bankengruppe, das Programm EXIST für Universitätsausgründungen und die Bürgschaftsprogramme der Länder können die Finanzierungsprobleme innovativer Unternehmensgründer nicht grundsätzlich lösen. Dies ist nur mit einer besseren Mobilisierung privaten Kapitals möglich.

Wie dargelegt wurde, weist Deutschland in Bezug auf Beteiligungs- und Wagniskapitalinvestitionen eine besonders ungünstige Regulierung auf, die abschreckende Wirkung entfaltet. Im Bereich der rechtlichen Bedingungen für die Bereitstellung von Wagniskapital konnte, wie in Kapitel 7 ausgeführt wurde, mit dem MoRaKG kein Durchbruch erreicht werden. Mit den Plänen der seit Herbst 2009 amtierenden Bundesregierung aus CDU/CSU und FDP, das Steuersystem unternehmensfreundlich umzugestalten und das MoRaKG zu novellieren, bestehen prinzipiell Chancen auf eine Verbesserung des Regulierungsrahmens. Allerdings scheinen die Bemühungen zu einer umfassenden Novellierung der hinderlichen rechtlichen Rahmenbedingungen, insbesondere des MoRaKG, bislang nicht entscheidend vorangekommen zu sein. Um langfristig die Chancen für die Herausbildung eines dynamischeren und größeren Marktsegments für informelles Beteiligungskapital in Deutschland nutzen zu können, müssen jetzt die Weichen im Regulierungsrahmen richtig gestellt werden. Parallel dazu muss an der Etablierung einer Finanzierungs- und Gründungskultur, welche die Übernahme von Risiken honoriert und das (mögliche) Scheitern nicht stigmatisiert, gearbeitet werden (Wallisch, 2009, 219). Hierzu sind auch entsprechende Anpassungen des Finanz- und Steuersystems notwendig, um die vielfältigen Hemmnisse für Beteiligungen zu überwinden.

Literatur

- Belitz**, Heike et al., 2009, Innovationsindikator 2009: Deutschland hat Aufholbedarf, in: DIW-Wochenbericht, 76. Jg., Nr. 44, S. 756–764
- Belitz**, Heike / **Gornig**, Martin / **Schiersch**, Alexander, 2010, Deutsche Industrie durch forschungsintensive Güter erfolgreich, in: DIW-Wochenbericht, 77. Jg., Nr. 9, S. 2–11
- BMF** – Bundesministerium der Finanzen, 2007a, Pressemitteilung zum Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen, 15.8.2007, Berlin
- BMF**, 2007b, Umsatzsteuer; Leistungen zwischen Gesellschaft und Gesellschafter; Geschäftsführungs- und Vertretungsleistungen eines Gesellschafters, BMF-Schreiben vom 31.5.2007 an die Obersten Finanzbehörden der Länder, mimeo, Berlin
- BMWi** – Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, 2008, Heute investieren in die Märkte von morgen. Wagniskapital für junge innovative Unternehmen, in: Schlaglichter der Wirtschaftspolitik, Monatsbericht, Juli 2008, S. 11–17
- BMWi**, 2010a, Evaluierung des High-Tech Gründerfonds, Endbericht der Technopolis GmbH et al. zur Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie, Berlin
- BMWi**, 2010b, Jahreswirtschaftsbericht 2010, Berlin
- BMWi**, 2010c, internes Papier, mimeo, Berlin
- BMWi**, 2010d, Aufstockung des ERP/EIF-Dachfonds auf 1 Mrd. Euro, Pressemitteilung, 18.5.2010, Berlin
- Bomholt**, Jan, 2006, Business Angel Investment Portfolios. Eine empirische Studie des Erfolges von Business Angel Investments aus Sicht aktiver Privatinvestoren im deutschsprachigen Raum, St. Gallen
- BVK** – Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, 2001, BVK Statistik 2000. Das Jahr 2000 in Zahlen, URL: http://vorab.bvk-ev.de/media/file/83.bvk_statistik_2000.pdf [Stand: 2010-05-17]
- BVK**, 2005, BVK Statistik 2004. Das Jahr 2004 in Zahlen, URL: http://vorab.bvk-ev.de/media/file/79.bvk_statistik_2004.pdf [Stand: 2010-05-17]
- BVK**, 2007, Umsatzsteuer auf Management Fee deutscher Private Equity-Fonds, Positionspapier des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Berlin
- BVK**, 2009a, BVK Statistik. Das Jahr 2008 in Zahlen, URL: http://www.bvkap.de/media/file/222.20090309_BVK_Jahresstatistik_2008_final_Lang.pdf [Stand: 2010-05-31]
- BVK**, 2009b, unveröffentlichte Auswertung, mimeo, Berlin
- BVK**, 2009c, Brüssel stoppt Wagniskapitalbeteiligungsgesetz – BVK setzt sich für Neuanlauf bei Private Equity-Regulierung ein, Pressemitteilung, 1.10.2009, Berlin
- BVK**, 2009d, Klare Rahmenbedingungen für Private Equity in Deutschland – BVK macht Vorschlag für die Legislaturperiode 2009–2013, URL: http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/144/aid/526/start/10/title/Klare_Rahmenbedingungen_fuer_Private_Equity_in_Deutschland_-_BVK_macht_Vorschlag_fuer_die_Legislaturperiode_2009-2013 [Stand: 2010-06-03]

BVK, 2010a, BVK Statistik. Das Jahr 2009 in Zahlen, URL: http://www.bvkap.de/media/file/300.20090308_BVK_Jahresstatistik_2009_final.pdf [Stand: 2010-05-20]

BVK, 2010b, Beteiligungskapital: Glossar, URL: <http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/31/title/Glossar> [Stand: 2010-06-02]

Department of Trade and Industry, UK Government, 2006, Innovation Scoreboard 2006, London

Deutsche Bundesbank, 2010, Hochgerechnete Angaben aus Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen von 1997 bis 2008, Statistische Sonderveröffentlichung, Nr. 5, Frankfurt am Main

Elsenbast, Wolfgang / **Lichtblau**, Karl / **Röhl**, Klaus-Heiner, 2007, Forschungsförderung des deutschen Mittelstands, IW-Analysen, Nr. 32, Köln

Engel, Dirk, 2004, Venture Capital für junge Unternehmen, ZEW Wirtschaftsanalysen, Bd. 71, Baden-Baden

EU-Kommission, 2004, Flash Eurobarometer Entrepreneurship, Juni 2004, Brüssel

EU-Kommission, 2006a, Leitlinien der Gemeinschaft für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikokapitalinvestitionen in kleine und mittlere Unternehmen (2006/C 194/02), Amtsblatt der Europäischen Union, 18.8.2006, Brüssel

EU-Kommission, 2006b, Development of Seed Capital Funding, Summary of Workshop Proceedings, 21.11.2006, Directorate-General for Enterprise and Industry, Brüssel

EVCA – European Private Equity & Venture Capital Association, 2002, Yearbook 2001, Brüssel

EVCA, 2006, Yearbook 2005, Brüssel

EVCA, 2010, Yearbook 2009, Brüssel

Fleischhauer, Uwe / **Hoyer**, Götz A. / **Kaluza**, Anne, 2008, Das Anlageverhalten institutioneller Investoren in Deutschland in Venture Capital, Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie, URL: <http://www.fhpe.de/vc-panel/studien.htm> [Stand: 2010-04-18]

Gesamtmetall, 2009, Gewinne in der M+E-Industrie, M+E-Materialien, Oktober 2009, Berlin

Heger, Diana / **Höwer**, Daniel / **Licht**, Georg / **Metzger**, Georg / **Sofka**, Wolfgang, 2009, High-Tech-Gründungen in Deutschland. Optimismus trotz Krise, Studie des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung in Zusammenarbeit mit der High-Tech-Gründerinitiative „unternimm was.“ von Microsoft Deutschland, Mannheim

Henrich, Günther, 2007, Beteiligungskapital und Familienunternehmen, in: BVK – Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (Hrsg.), Jahrbuch 2007, Berlin, S. 43–47

High-Tech Gründerfonds, 2010, unveröffentlichtes Papier, mimeo, Bonn

Hülkamp, Nicola / **Röhl**, Klaus-Heiner, 2006, Was die Unternehmen tun können, in: Institut der deutschen Wirtschaft Köln (Hrsg.), Wachstumsfaktor Innovation. Eine Analyse aus betriebs-, regional- und volkswirtschaftlicher Sicht, Köln, S. 117–140

IW Consult – Institut der deutschen Wirtschaft Köln Consult GmbH, 2006, Forschungsförderung in Deutschland: Stimmen Angebots- und Nachfragebedingungen für den Mittelstand?, Gutachten der IW Consult GmbH für die Stiftung Industrieforschung, Köln

IW Köln – Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 2009, Deutschland in Zahlen 2009, Köln

Ketzler, Rolf / Schäfer, Dorothea, 2009, Drohende Finanzierungsklemme bei Innovationen: Rechtzeitig entgegensteuern, in: DIW-Wochenbericht, 76. Jg., Nr. 45, S. 772–784

KfW Bankengruppe (Hrsg.), 2007, Unternehmensbefragung 2007. Unternehmensfinanzierung im Aufwind – erstmals profitieren auch kleine Unternehmen, Frankfurt am Main

KfW Bankengruppe (Hrsg.), 2008, Mittelstandsmonitor 2008. Mittelstand trotz nachlassender Konjunkturdynamik in robuster Verfassung, Jährlicher Bericht zu Konjunktur- und Strukturfragen kleiner und mittlerer Unternehmen, Frankfurt am Main

KfW Bankengruppe, 2009, Innovationshemmnisse bei kleinen und mittleren Unternehmen, in: Mittelstands- und Strukturpolitik, Nr. 43, S. 57–95

Kulicke, Marianne / Stahlecker, Thomas, 2009, Neue Konzepte zur Verbesserung der Innovationsfinanzierung bei kleinen und mittleren Unternehmen. Unternehmensbefragung und Handlungsempfehlungen für neue Finanzierungsinstrumente, ISI-Schriftenreihe Innovationspotenziale, Karlsruhe

Leleux, Benoît / Surlemont, Bernard, 2003, Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis, in: Journal of Business Venturing, Vol. 18, No. 1, S. 81–104

Lerner, Josh, 2002, Boom and Bust in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation, in: Federal Reserve Bank of Atlanta (Hrsg.), Economic Review, Fourth Quarter 2002, S. 25–39

Lichtblau, Karl / Röhl, Klaus-Heiner, 2004, Rating. Was kommt auf die Unternehmen zu?, IW-Analysen, Nr. 4, Köln

Meyer, Thomas, 2008, Venture Capital. Brücke zwischen Idee und Innovation?, Deutsche Bank Research, Digitale Ökonomie und struktureller Wandel, E-economics, Nr. 65, Frankfurt am Main

Meyer, Thomas, 2009, Mutige neue Firmen. High-Tech-Gründungen in den USA, Deutsche Bank Research, Digitale Ökonomie und struktureller Wandel, E-economics, Nr. 75, Frankfurt am Main

NESTA – National Endowment for Science, Technology and the Arts, 2009, From Funding Gaps to Thin Markets: UK Government Support for Early-Stage Venture Capital, Research Report, No. 09/2009, London

Nittka, Isabella, 2000, Informelles Venture Capital am Beispiel von Business Angels, Stuttgart

Reger, Guido / Schultz, Christian, 2009, Was ist wichtig für den Erfolg von Hightech-Gründungen, in: VentureCapital Magazin, Tech-Guide 2009, S. 28–31

Reize, Frank, 2010, Gibt es eine Kreditklemme im Mittelstand?, KfW-Research, Standpunkt, Nr. 2/2010, Frankfurt am Main

Rödl & Partner, 2009, EU-Kommission zu Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften, Fondsbrief direkt, Ausgabe 21.10.2009, S. 3, URL: http://www.roedl.de/upload/09_42_FondsBrief_direkt091021_9581.pdf [Stand: 2010-06-10]

Röhl, Klaus-Heiner, 2001, Die sächsischen Agglomerationsräume. Innovations- und Wachstumspole für die regionale Wirtschaftsentwicklung?, ifo Dresden Studien, Nr. 32, Dresden

Röhl, Klaus-Heiner, 2008, Die Zukunft der Familienunternehmen in Deutschland. Potenziale und Risiken in der globalen Wirtschaft, IW-Analysen, Nr. 38, Köln

Ruis, Arjan / **van Stel**, André / **Tsamis**, Achilleas / **Verhoeven**, Wim / **Whittle**, Mark, 2009, Cyclicalitv of SME finance. Literature Survey, data analysis and econometric analysis, European Commission, Directorate-General for Enterprise and Industry (Hrsg.), Brüssel

Schumpeter, Joseph, 1987 [1911], Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. Eine Untersuchung über Unternehmergeinn, Kapital, Kredit, Zins und den Konjunkturzyklus, Berlin

Shane, Scott A., 2008, The illusions of entrepreneurship. The costly myths that entrepreneurs, investors and policy makers live by, New Haven

Sternberg, Rolf / **Hundt**, Christian, 2007, Existenzgründerranking deutscher Regionen, Abschlussbericht zum 12.10.2007, Auftraggeber: Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft, Köln, URL: <http://www.insm-gruenderranking.de/downloads.html> [Stand: 2010-07-20]

Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft, 2009, FuE-Datenreport 2009, Tabellen und Daten, Forschung und Entwicklung in der Wirtschaft, Bericht über die FuE-Erhebungen 2007, Essen

Ullrich, Katrin, 2008, Der informelle Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland, KfW Wirtschaftsobserver online, Nr. 41, Frankfurt am Main

Vincenti, Aurelio J. F. / **Winters**, Sebastian, 2008a, Die Bedeutung formeller Risikokapitalmärkte in den USA und in Deutschland für die Frühphasenfinanzierung, in: Finanz Betrieb, 10. Jg., Nr. 5, S. 369–378

Vincenti, Aurelio J. F. / **Winters**, Sebastian, 2008b, Öffentliche Gründungsförderung. Finanzielle Förderprogramme in den USA und in Deutschland, in: Finanz Betrieb, 10. Jg., Nr. 11, S. 762–768

Wainwright, Fred / **Horvath**, Michael T. K., 2002, Note on Angel Investing, URL: <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pdf/2002-5-0001.pdf> [Stand: 2009-07-21]

Wallisch, Matthias, 2009, Der informelle Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland. Rahmenbedingungen, Netzwerke und räumliche Investitionsmuster, Wirtschaft und Raum, Bd. 17, München

Wirtschaftswoche, 2010, Kreditklemme: ifo-Institut sieht Strategiewechsel bei den Banken, 8.5.2010, URL: <http://www.wiwo.de/politik-weltwirtschaft/kreditklemme-ifo-institut-sieht-strategiewechsel-bei-den-banken-429726> [Stand: 2010-06-01]

Zimmermann, Volker, 2008a, The Impact of Innovation on Employment in Small and Medium Enterprises with Different Growth Rates, ZEW Discussion Paper, No. 08-134, Mannheim

Zimmermann, Volker, 2008b, Die Wirkung verschiedener Arten von Innovationen auf die Beschäftigung in kleinen und mittleren Unternehmen, in: Merz, Joachim / Schulte, Reinhard (Hrsg.), Neue Ansätze der Mittelstandsforschung, CREPS-Schriftenreihe, Bd. 4, Münster, S. 165–186

Zimmermann, Volker / **Erhart**, Nick, 2007, Bestimmungsfaktoren des Geschäftsklimas im deutschen Beteiligungskapitalmarkt und deren Entwicklung (2003–2006), in: Finanz Betrieb, 9. Jg., Nr. 12, S. 713–722

Zimmermann, Volker / **Hofmann**, Christoph, 2007, Schaffen innovative Gründungen mehr Arbeitsplätze? Bestimmungsfaktoren der Beschäftigungswirkung neu gegründeter Unternehmen, in: Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship, 55. Jg., Nr. 1, S. 48–70

Kurzdarstellung

Wagniskapital ist eine Form des Beteiligungskapitals, die vor allem der Finanzierung von Unternehmensgründungen im Hochtechnologiebereich dient. Aufgrund des Innovationsaufwands ist der Kapitalbedarf hier besonders hoch, zudem ist der zu überbrückende Zeitraum bis zur Markteinführung oft groß. Da viele Innovationsvorhaben scheitern, sind die Risiken einer Investition in Hightech-Gründungen erheblich. Im Erfolgsfall sind dafür allerdings auch überdurchschnittliche Renditen möglich. Im Rahmen der vorliegenden Publikation wird der deutsche Wagniskapitalmarkt analysiert und mit anderen wichtigen Märkten verglichen. Insbesondere im Vergleich zu den USA ist der deutsche Wagniskapitalmarkt nur schwach entwickelt; öffentliches Kapital dominiert die in Deutschland aktiven Beteiligungsfonds. Es wird der Frage nachgegangen, welche Gründe es für die Defizite des heimischen Wagniskapitalmarktes gibt und wie diese behoben werden können. Neben kulturellen Unterschieden, die allenfalls langfristig veränderbar sind, spielen auch die rechtlichen und steuerlichen Bedingungen eine große Rolle. Deshalb werden Vorschläge zur Verbesserung des Rechtsrahmens, speziell des Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen, gemacht.

Abstract

Venture capital is a form of private equity that is primarily used to finance high-tech start-ups. Since research and development (R&D) is expensive and it often takes young enterprises a long time to bring their innovations to market, many such start-ups fail. As a result debt financing is an inappropriate alternative. However, the considerable risk of financing high-tech firms through equity is compensated for by high revenues if the new product or process is successful. Despite the importance of venture capital in financing high-tech firms, the German venture capital market is underdeveloped in comparison to the US market. Measures to strengthen the venture capital market by means of public funding and new legislation have mostly been ineffective. One possible reason is the cultural differences between the USA and Germany. Another reason is the inadequacy of German legislation and especially tax law. The publication therefore concludes with a proposal for improving Germany's legislative and fiscal frameworks in order to strengthen venture capital financing and thus enable more high-tech start-ups to be brought successfully into the market.