

Inhaltsverzeichnis

A. EINLEITUNG: FRAGESTELLUNG UND KONZEPTION DER ARBEIT.....	3
1. PROBLEMSTELLUNG	3
2. ABGRENZUNG DER ARBEIT UND GANG DER UNTERSUCHUNG	5
B. DEFINITIONEN UND EINFÜHRENDER ÜBERBLICK.....	9
1. WAS SIND EARLY STAGE-FINANZIERUNGEN UND WER BRAUCHT SIE?.....	9
2. UNTERSCHIEDE ZWISCHEN EARLY STAGE- UND LATER STAGE-FINANZIERUNGEN	13
3. FÖRDERUNG VON EIGENKAPITAL-BETEILIGUNGSPROJEKTEN DURCH STAATLICHE WIRTSCHAFTSPOLITIK IN DEUTSCHLAND	16
3.1. Technologieförderung	16
3.2. Das UBGG vom 17. 12. 1986	16
3.2.1. Ziele des Gesetzgebers	16
3.2.2. Vorteile des Gesetzes	18
3.2.3. Nachteile des Gesetzes	19
3.3. Gesamtwirtschaftliche Dimension	20
4. UNTERNEHMENSGRÖÖE UND WETTBEWERBSSITUATION	22
5. MARKTENTWICKLUNGS-PHASE UND WACHSTUMSGESCHWINDIGKEIT	23
6. DIE KAPITAL- UND BÜRGSCHAFTSGEBER	25
6.1. Early stage-Finanzierungen vs. later stage-Finanzierungen	25
6.2. Öffentliche Hand	26
6.2.1. Kreditinstitute	26
6.2.2. Mittelständische Beteiligungsgesellschaften der Länder (MBGs)	27
6.2.3. Bürgschaftsbanken	29
6.3. Privatinvestoren	30
6.3.1. Kreditinstitute und Versicherungen	30
6.3.2. Kapitalbeteiligungsgesellschaften	32
6.3.3. Venture Capital-Gesellschaften	34
6.3.4. Großunternehmen und Konzerne	35
6.3.5. Informelle Investoren	37
C. RISIKO-PRÄFERENZ UND ERFOLGSFAKTOREN JUNGER UNTERNEHMEN IN DER BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND	41
1. HISTORISCHER RÜCKBLICK	41
1.1. Vom Mittelalter bis zur industriellen Revolution	41
1.2. 19. Jahrhundert und Deutsches Kaiserreich	43
1.3. Die weitere Entwicklung im 20. Jahrhundert	45
1.3.1. Deutschland	45
1.3.2. Großbritannien	47
1.3.3. Vereinigte Staaten	47
1.3.4. Europa	49
2. WODURCH WERDEN GRÜNDUNGEN IN DEUTSCHLAND BEHINDERT?	51
2.1. Derzeitige Situation	51
2.2. Steuersystematik und alternative Investitionsmöglichkeiten	52

2.3. Forderung nach hoher Prognosesicherheit.....	54
2.4. Sozio-ökonomische Faktoren	55
3. SOZIALES NETZ UND ALTERSVORSORGE	57
3.1. Status Quo in Deutschland	57
3.2. Nachkriegs-Entwicklung	58
3.3. Zukünftige Entwicklung und Auswirkungen auf Gründungen	59
4. INVENTION, INNOVATION UND DIFFUSION.....	61
5. SPEZIFISCHE ERFOLGSDETERMINANTEN FÜR UNTERNEHMENSGRÜNDUNGEN IN DEUTSCHLAND UND URSACHEN FÜR MIßERFOLGE JUNGER UNTERNEHMEN	65
5.1. Traditionelle Eigenkapitalschwäche	65
5.2. Vorschläge von Willgerodt/Pütz und Kronberger Kreis.....	67
5.3. Bisherige Versuche, der Eigenkapital-Schwäche entgegenzuwirken	69
5.4. Mißerfolgsursachen bei jungen Unternehmen.....	71
D. RISIKOBEGRENZUNG, FINANZTHEORIE UND ANREIZ-SCHAFFUNG.....	75
1. ALLOKATIONS-PROBLEMATIK UND GRÜNDERDILEMMA	75
2. RISIKOBEURTEILUNG UND RISIKOBEGRENZUNGS-STRATEGIEN	77
2.1. Die Person des potentiellen Unternehmensgründers	79
2.1.1. Determinanten der Gründerbeurteilung	80
2.1.2. Besonderheiten der Beurteilung durch informelle Investoren.....	82
2.2. Technologie und Marktpotential der Unternehmensidee.....	83
2.3. Weitere Determinanten des Risikos	84
2.4. Co-Venturing und Syndizierungsstrategien	86
3. ASYMMETRISCHE INFORMATIONSVERTEILUNG	88
4. ADVERSE SELEKTION UND MORAL HAZARD-PROBLEMATIK	89
5. AUS DER KAPITALSTRUKTUR RESULTIERENDE EINFLUß-MÖGLICHKEITEN	91
6. ANREIZSYSTEME UND TRANSFORMATIONSLAISTUNGEN	92
6.1. Aufgaben von Intermediären.....	92
6.2. Anreize für das Beteiligungsmanagement	94
6.3. Anreize für Gründer	94
6.4. Ratchet-Entlohnungssysteme	96
7. GENUßSCHEINEMISSION ALS ALTERNATIVE ZUR BETEILIGUNGSFINANZIERUNG	98
7.1. Grundsätzliche Überlegungen	98
7.2. Steuerliche Aspekte	99
7.3. Hinderungsgründe für eine größere Verbreitung	100
E. DIE DERZEITIGE SITUATION IN DEN BETRACHTETEN LÄNDERN	101
1. BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND	101
1.1. Beteiligte Organisationen	101
1.1.1. Das BMWi	101
1.1.2. Das BMFT	103
1.1.3. KfW und DtA	104
1.1.4. IHKs, Handwerks-Kammern, Senior-Experten und RKW	105
1.2. Förder-Instrumentarium	107
1.2.1. ERP-Programm	107
1.2.1.1. ERP-Existenzgründungsprogramm: Konditionen	108
1.2.1.2. DtA-Existenzgründungsprogramm: Konditionen	108
1.2.2. Eigenkapital-Hilfe	109

1.2.3. Vom TOU- zum BJTU-Modellversuch.....	110
1.2.4. BJTU-Modellversuch.....	112
1.2.5. Programm "Beteiligungskapital für kleine Technologieunternehmen".....	114
1.2.6. Technologie-Beteiligungsgesellschaft (tbg).....	115
1.3. Steuerliche Behandlung von early stage-Eigenkapital.....	116
1.3.1. Behandlung von Veräußerungsgewinnen.....	119
1.3.2. Steuergünstige Konstruktionen.....	122
1.3.3. Doppelbesteuerung von Gewinn und Wert.....	124
1.3.4. Auswirkungen der Steuersystematik auf Mindest-Renditen.....	125
1.3.4.1. Mindest-Rendite der finanzierenden Gesellschaft.....	126
1.3.4.2. Entscheidungs-Relevanz des Zeitfaktors.....	127
1.3.4.3. Mindest-Renditen institutionell finanzierter Gründungen.....	129
1.3.5. Beteiligungs-Besitz vs. Immobilien-Besitz im Erbfall.....	132
1.4. Desinvestment-Möglichkeiten.....	134
1.5. Gründer- und Technologie-Zentren.....	138
1.6. Regionale Förderung am Beispiel Berlins.....	139
1.6.1. Förderung von Innovationen in Forschung und Entwicklung.....	141
1.6.2. Gründer-Zentren und Technologie-Parks.....	143
1.6.3. Förderung von Beratungs-Dienstleistungen.....	145
1.6.4. Allgemeine Existenzgründungsförderung.....	146
1.6.5. Finanzierungs- und Investitionshilfen.....	147
1.6.6. LBB Seed Capital Fund.....	149
2. VEREINIGTE STAATEN VON AMERIKA.....	152
2.1. Entwicklung der Eigenkapital-Unterstützung von Gründungen.....	152
2.2. Volkswirtschaftliche Auswirkungen von Gründungen in den USA.....	158
2.3. Rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen für Early Stage-Projekte.....	163
2.3.1. Besteuerung der Gründer.....	164
2.3.2. Besteuerung der Investoren.....	167
2.3.3. Besteuerung des Veräußerungsgewinns.....	168
2.3.4. Wirkung der Steuersystematik.....	169
2.4. Das Modell der SBIC's.....	170
2.4.1. Staatliche Intention und ursprüngliches Programm.....	170
2.4.2. Small Business Equity Enhancement Act von 1992.....	173
2.4.2.1. Neue Finanzierungs-Struktur.....	174
2.4.2.2. Gewinn-Verteilung.....	177
2.4.2.3. Verwaltungs-Gebühren und Bereitstellungs-Provision.....	180
2.4.2.4. Neue Anlegerkreise.....	181
2.4.2.5. Steuervorteile i. V. mit der Gründung von SBICs.....	183
2.5. Desinvestment-Möglichkeiten.....	184
2.5.1. OTC-Markt.....	185
2.5.2. NASDAQ.....	187
3. GROßBRITANNIEN.....	189
3.1. Gründungsfinanzierung und britisches Unternehmertum im historischen Kontext.....	189
3.1.1. Entwicklung von early stage-Beteiligungen seit Beginn der 80er Jahre.....	190
3.1.2. Staatliche Initiativen und Förderprogramme.....	192
3.2. Britisches Steuersystem.....	193
3.3. Desinvestment-Kanäle.....	196

4. JAPAN	198
4.1. Entwicklung und Struktur des japanischen Unternehmertums	198
4.2. Entwicklung im 20. Jahrhundert	199
4.2.1. Bis zum II. Weltkrieg	199
4.2.2. Seit dem II. Weltkrieg	200
4.3. Entwicklung der Förderung von jungen und kleinen Unternehmen	201
4.3.1. Gesetzgebungsiniciativen	201
4.3.2. Venture Enterprise Center	203
4.3.3. Steuerliche Rahmenbedingungen	206
4.3.4. Struktur der Beteiligungs-Geber	207
4.4. Behinderungsfaktoren für eine Ausdehnung von Gründungsaktivitäten	209
4.4.1. Sozio-kulturelle Faktoren	209
4.4.2. Strukturelle Barrieren	210
4.4.3. OTC Desinvestment-Möglichkeiten	211
4.4.4. Staatliche Barrieren	212
5. ÖSTERREICH	214
6. FRANKREICH	216
6.1. FCPRs und SCRs	216
6.2. Allgemeine Steuer-Regelungen	218
6.3. Börsen-Exit	220
6.4. Gründungs-Förderung	220
7. SPANIEN	221
7.1. Staatliche Subventionierung von Gründungs-Beteiligungen	222
7.2. Steuersystem	223
8. WEITERE LÄNDER	225
8.1. Skandinavien	225
8.2. Mittel- und Süd-Europa	227
9. EUROPÄISCHE UNION	230
9.1. Wirtschaftspolitische Implikationen der EU	230
9.2. ESCFN	230
9.2.1. Ausmaß und Struktur der Förderung	231
9.2.2. Bisherige Performance der angeschlossenen seed-Fonds	232
9.2.2.1. Gründungs-Erfolge und Arbeitsplatzschaffung	232
9.2.2.2. Kostenstruktur und -entwicklung	235
9.2.3. Bisherige Schlußfolgerungen und weitere Entwicklung	237
9.3. Europäischer Kapitalmarkt für Gründungen und junge Unternehmen	239
10. VERGLEICH DER NATIONALEN RAHMENBEDINGUNGEN FÜR DIE VORTEILHAFTIGKEIT VON GRÜNDUNGS-FINANZIERUNGEN	242
10.1. Besteuerung	242
10.2. Desinvestment-Kanäle	244
10.3. Unternehmer-Ausbildung und -Tradition	245

F. EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG ZU EARLY STAGE-FINANZIERUNGEN IN DER BUNDESREPUBLIK	247
1. VORGEHENSWEISE UND ZIELE DER UNTERSUCHUNG	247
2. ERGEBNISSE	249
2.1. Untersuchung privatwirtschaftlich-dominierter Beteiligungs-Gesellschaften	249
2.2. Untersuchung Mittelständischer Beteiligungs-Gesellschaften der Länder und der tbg.	254
3. SCHLUßFOLGERUNGEN	257
3.1. Ungünstige deutsche Rahmenbedingungen	257
3.2. Haupt-Problemkreise: Gründer - Geschäfts-Risiko - Management-Aufwand	258
3.3. Risikoaversion und fehlende Exit-Kanäle	259
3.4. Börsen-Exit und Anlagemöglichkeiten für Versicherungen	260
3.5. Beteiligungs-Motive und staatlicher Handlungsbedarf	260
3.6. Beteiligungs-Modalitäten	261
3.7. Beteiligungs-Struktur, -Desinvestment und -Investoren	263
3.8. Hauptforderungen: Steuerliche Situation verbessern und Möglichkeit zu Börsen-Exit schaffen	266
G. SCHLUBBETRACHTUNG	267
1. VERÄNDERUNGS-POTENTIAL FÜR DIE BUNDESREPUBLIK	267
2. AUSBLICK	277
ANHÄNGE	279
ANHANG I	281
ANHANG II	283
ANHANG III	291
ANHANG IV	297
ANHANG V	299
ANHANG VI	300
ANHANG VII	302
LITERATURVERZEICHNIS	305

Abbildungsverzeichnis

Abbildung Nr.

1	Idealtypische Entwicklung des Unternehmenserfolgs	11
2	Tendenziell geometrische Abnahme des Prognoserisikos im Zeitablauf	14
3	Anteile einzelner Beteiligungsanlässe in der Bundesrepublik 1993	25
4	Entwicklung des europäischen Beteiligungsmarktes	50
5	Entwicklung der Sozialausgaben in der Bundesrepublik 1980-1993	60
6	Gesamtsteuerlast von Kapitalgesellschaften 1993 (Steuern in Relation zum einbehaltenen Gewinn)	117
7	Geometrische Entwicklung verschiedener, von Gründungs-Investoren mindestens zu erwirtschaftender, Renditen	128
8	Anteil verschiedener Finanzierungsanlässe im amerikanischen Beteiligungs-Markt	155
9	Anteile an der Mittelzuführung für Venture Capital-Finanzierungen in den USA 1993	156

Tabellenverzeichnis

Table Nr.

1	Unterschiede zwischen Early Stage- und Later Stage-Venture Capital	15
2	Risikoadjustierte Renditen verschiedener Anlageformen in den USA (1966-1986)	48
3	Entwicklung der Reproduktionsrate der Bevölkerung der Bundesrepublik	59
4	Inländische Patentanmeldungen in den USA, Japan und der Bundesrepublik 1993	62
5	Primäre Mißerfolgsursachen von Unternehmensgründungen unter Verwendung von Eigenkapital-Hilfe	72
6	Beispiele möglicher Ausgestaltung von ratchet-Entlohnungssystemen	97
7	Beteiligungen im Rahmen des BJTU-Modellversuchs (per Ende 1993)	113
8	KGV und Höhe der ertragsabhängigen Steuern als Determinanten der zu erwirtschaftenden Mindestrenditen von Gründungs-Financiers	126
9	Ermittlung des, bei IPO von Gründungen, mindestens zu erzielenden Verkaufspreises als Vielfachem der ursprünglichen Investitionssumme der finanzierenden Gesellschaft	127
10	Mindestens von extern finanzierten Gründungen zu erwirtschaftende Renditen (in %) bei Ertragsteuersätzen von 20, 30 und 40 %	130
11	Mindestens von extern finanzierten Gründungen zu erwirtschaftende Renditen (in %) bei Ertragsteuersätzen von 50, 60 und 70 %	131
12	Differierende Besteuerung von Beteiligungs- und Immobilienerbe (ErbStKlasse 1)	133
13	Differierende Besteuerung von Beteiligungs- und Immobilienerbe (ErbStKlasse 3)	133
14	Börseneinführungen in der Bundesrepublik 1977-1994	135
15	Entwicklung der in den USA für Venture Capital-Finanzierungen zur Verfügung stehenden Mittel	154
16	Jährliche Beteiligungs-Neuinvestitionen in den USA nach verschiedenen Finanzierungs-Anlässen	155
17	Durchschnittlich geschaffene Arbeitsplätze von in den USA mit Beteiligungs-Kapital finanzierten Gründungen	158
18	Durch kleine Unternehmen (weniger als 100 Mitarbeiter) in den USA geschaffene Arbeitsplätze	159

19	Betriebswirtschaftliche und volkswirtschaftliche Performance US-amerikanischer Seed-Fonds	162
20	Quantitative Entwicklung von SBICs von 1988-1994	171
21	1992 festgelegte Gesamtfördersumme des neustrukturierten SBIC-Programms bis 1997	176
22	Prozentuale Gewinnbeteiligung der SBA, abhängig von der Verzinsung 10-jähriger US-treasury bonds und dem Verhältnis zwischen SBIC- Eigenkapital und staatlich garantiertem Beteiligungskapital	177
23	Anzahl von Börseneinführungen mit Venture Capital finanzierter Unternehmen in den USA	185
24	Europäische Emissionen im NASDAQ-System	187
25	Anzahl NASDAQ-IPOs 1983-1993	188
26	Prozentualer Anteil von Seed und Start Up-Finanzierungen am Gesamt-Investitionsvolumen britischer Beteiligungsgesellschaften	191
27	Wirtschaftliche Entwicklung von Unternehmen, die in den Jahren 1975 bis 1992 durch das Venture Enterprise Center, Tokio, gefördert wurden	205
28	OTC-IPOs in Japan von 1982-1993	211
29	Prozentualer Anteil des Volumens von Seed und Start Up-Beteiligungen am Gesamtvolumen französischer Beteiligungs-Gesellschaften	216
30	Bisherige betriebswirtschaftliche und volkswirtschaftliche Performance der dem ESCFN angeschlossenen Seed-Fonds - per Februar 1995 -	234
31	Kosten des ESCFN für die europäische Union (per 1.1.1993)	236
32	Kosten des ESCFN Managementkosten-Bezuschussung für die europäische Union (per 15.2.1995)	236
33	Nachsteuer-Vergleich von Beteiligungs-Investitionen in den USA, Frankreich, Großbritannien und Deutschland	244