

Willms, Manfred

Article — Digitized Version

## Wachstumsfinanzierung mit Venture Capital

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Willms, Manfred (1985) : Wachstumsfinanzierung mit Venture Capital, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 65, Iss. 5, pp. 226-232

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136038>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Wachstumsfinanzierung mit Venture Capital

Manfred Willms, Kiel

In den USA hat sich die Finanzierung junger und meist innovativer Unternehmen zu einem etablierten Segment des Kapitalmarkts entwickelt. Mit zahlreichen Fondsgründungen und einem Mittelaufkommen von ca. 700 Mill. DM ist in den letzten beiden Jahren auch in der Bundesrepublik das Venture-Capital-Fieber ausgebrochen. Professor Manfred Willms analysiert vor dem Hintergrund amerikanischer Erfahrungen die Entwicklung und Entwicklungschancen des Venture-Capital-Markts in der Bundesrepublik Deutschland.

Im internationalen Wettbewerb erwirtschaften langfristig nur diejenigen Länder die höchsten Pro-Kopf-Einkommen, die ständig neue Produkte und Produktionstechniken entwickeln und einführen. Bei der schnellen Adaptionsfähigkeit vieler Entwicklungsländer ist es zur Aufrechterhaltung des Lebensstandards in den Industrieländern notwendig, das vorhandene Inventions- und Innovationspotential voll zu mobilisieren. Dieses Potential besteht nicht allein in der Nutzung der Forschungs- und Entwicklungskapazitäten bestehender Unternehmen und Forschungseinrichtungen, sondern auch in der Nutzung von neuem Wissen, das mangels Ausstattung mit Wagniskapital bisher nicht mobilisiert werden konnte. Venture Capital soll bei der Mobilisierung dieses Wissens helfen.

### Was ist Venture Capital?

Venture Capital ist Beteiligungskapital oder beteiligungsähnliches Kapital, das für die Gründung, den Aufbau und den Ausbau junger Unternehmen zur Verfügung gestellt wird, die ein hohes Wachstumspotential vermuten lassen, aber von den Geschäftsbanken mangels der üblicherweise erforderlichen Sicherheit kein Fremdkapital erhalten können. Das Kapital wird von risikobereiten Anlegern für Investitionen mit meist hohem Innovationsgrad und überdurchschnittlichen Ertragsersparungen aufgebracht. Anlagekriterien sind neben den Erfolgsaussichten der Produktlinie die technischen und unternehmerischen Fähigkeiten des Venture-Capital-

Partners und ein klares Marketingkonzept. Die Kapitalrendite resultiert ausschließlich aus der Wertsteigerung des Unternehmens während der Beteiligungsdauer. Die Realisierung der Rendite erfolgt meist durch den Verkauf der Beteiligung, sobald das Unternehmen die Gewinnphase erreicht hat. Typisch für die Venture-Capital-Beteiligung ist die Finanzierung von der frühen Produktionsphase bis zur erfolgreichen Vermarktung des Produkts. Im Regelfall dauert die Beteiligung fünf bis zehn Jahre. Die einzelnen Finanzierungsphasen können an Hand des Lebenszyklus eines Produktes dargestellt werden<sup>1</sup>:

□ Seed-Financing: In der Phase der Grundlagenentwicklung und der Erstellung von Prototypen erfolgt die Finanzierung überwiegend aus eigenen Mitteln und aus öffentlichen Förderungsmitteln. Der Einsatz von Venture Capital ist hier schwierig, weil die Marktchancen des Produkts oft noch nicht beurteilt werden können. Dennoch sind Venture-Capital-Finanzierungen auch in dieser Phase keine Seltenheit.

□ Start-Up-Financing: In dieser Phase wird das neue Gut zur Produktionsreife weiterentwickelt und die Produktionsvorbereitung abgeschlossen. Zur späteren Markteinführung wird ein detailliertes Marketing-Konzept ausgearbeitet. Der wachsende Kapitalbedarf muß nahezu vollständig durch Venture Capital gedeckt werden, da die anfallenden Verluste eine Aufnahme von Bankkrediten erschweren. Häufig stellt die Start-Up-Beteiligung den Beginn einer Venture-Capital-Finanzierung dar, denn in neuen Unternehmen fällt die Produktionsvorbereitung meist mit der Unternehmensgründung zusammen.

□ First-Stage-Financing: In der First-Stage-Phase wird die Produktion aufgenommen und das Gut auf dem Markt eingeführt. Zur Vorbereitung der späteren Expan-

---

*Prof. Dr. Manfred Willms, 50, ist Ordinarius für Wirtschaftliche Staatswissenschaften und Direktor des Instituts für Wirtschaftspolitik der Christian-Albrechts-Universität Kiel.*

sion sucht das Unternehmen nach geeignetem Personal. Die First-Stage-Finanzierung erfordert die höchsten Fremdmittel des Innovationsprozesses. Sie werden überwiegend von Venture-Capital-Gesellschaften zur Verfügung gestellt. Mit Erreichen des Wachstumsstadiums endet die First-Stage-Finanzierung. Erste Gewinne verbessern die Kreditwürdigkeit des Unternehmens und ermöglichen die Aufnahme von Bankkrediten.

□ **Second-Stage-Financing:** Mit steigendem Absatz nimmt in der Wachstumsphase der Fremdmittelbedarf langsam ab. Die Ertragslage erlaubt eine verstärkte Finanzierung über den herkömmlichen Kreditmarkt, so daß kaum zusätzliches Venture Capital benötigt wird. Die Venture-Capital-Gesellschaft bereitet in dieser Phase das Desinvestment vor, da der Wert des Unternehmens bereits erheblich gestiegen ist. Meist wird das Unternehmen in eine Aktiengesellschaft umgewandelt, um den anschließenden Verkauf der Beteiligung über die Börse zu ermöglichen.

□ **Third-Stage-Financing:** Das Engagement der Venture-Capital-Gesellschaft endet in der Produkt-Reife-Phase mit der Einführung des Unternehmens an der Börse. Die Rendite der Beteiligung wird durch den Verkauf der Anteile zum Börsenkurs realisiert. Sie ergibt sich aus der Differenz zwischen dem Kapitaleinsatz und dem Verkaufserlös. Die Bewertung der Beteiligung zum Zeitpunkt des Desinvestments erfolgt mithin marktgerecht.

Da es jungen Unternehmen nicht nur an Kapital, sondern auch an Managementenerfahrungen und -qualitäten fehlt, sind Venture-Capital-Beteiligungen meist nicht allein auf die Finanzierung beschränkt, sondern umfassen ebenfalls die Betreuung und Beratung bei der Geschäftsabwicklung. Die Beteiligungsverträge räumen der Venture-Capital-Gesellschaft häufig eine weitgehende Einflußnahme auf die Geschäftspolitik des Venture-Capital-Partners ein. Die Betreuung und Beratung ist in den ersten Jahren der Beteiligung besonders intensiv, da bis zur Markteinführung etwa 80 % des insgesamt erforderlichen Kapitals benötigt werden. Die Managementberatung konzentriert sich in dieser Phase auf die Ausarbeitung eines geeigneten Marketingkonzepts und eines Finanzierungsplanes. Nach der Markteinführung unterstützen die Berater den Venture-Partner bei der Beschaffung der erforderlichen Fremdmittel.

<sup>1</sup> Vgl. Erich Merkle: Finanzierung mit Venture Capital, in: WiST, Wirtschaftswissenschaftliches Studium, H. 5 (1984), S. 245-248.

<sup>2</sup> Vgl. Horst Albach: Venture Capital Firmen in Japan und den USA, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 53. Jg. (1983), S. 993-1002; Wolfgang M. Kau: Venture Capital and Going Public, Unternehmensfinanzierung in den USA, Köln 1983, S. 1-18.

Sobald das Unternehmen die Finanzierung aus eigener Kraft besorgen kann und eine Ersetzung des Venture Capitals durch anderes Kapital problemlos ist, konzentriert sich die Betreuung auf die Vorbereitung des Desinvestments. Sie endet dann mit der Börseneinführung und dem Verkauf der Beteiligung.

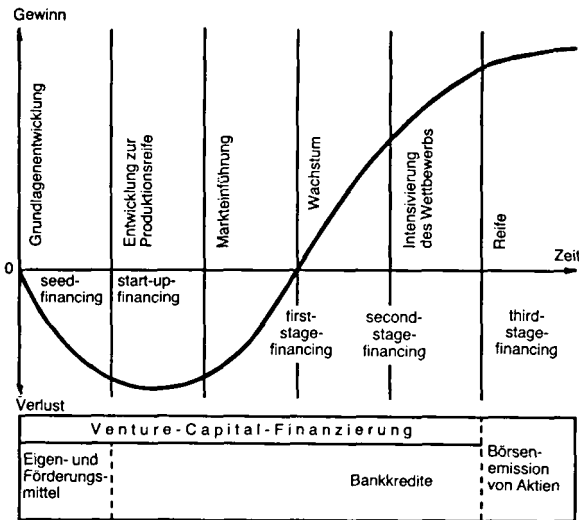
### Entwicklung in den USA

Die organisierte Bereitstellung von Venture Capital hat sich in den USA nach ersten zaghaften Ansätzen in der Nachkriegszeit inzwischen zu einem wichtigen Finanzierungsinstrument für die Gründung und Erweiterung junger, wachstumsträchtiger Unternehmen entwickelt. Ein starkes Wachstum verzeichnet die Branche vor allem seit Anfang der 80er Jahre, nachdem sich in den USA die Relation zwischen Risiko und Ertrag von Investitionen in Produktivkapital durch eine allgemeine Verbesserung der Gewinnsituation sowie durch die Senkung der Kapitalgewinnsteuer von 49 auf 20 % verbessert hat. Die Lockerung der Anlagebestimmungen für Pensionsfonds und die Erleichterung der Börseneinführung von Unternehmen dürften ebenfalls dazu beigetragen haben, daß sich das Engagement von Anlegern in Venture Capital beachtlich erhöht hat. Inzwischen sind in den USA etwa 600 Gesellschaften tätig, die Venture Capital in junge Unternehmen mit Wachstumspotential lenken und neben der Kapitalbeteiligung Management-Beratungsfunktion für diese Unternehmen ausüben. Grundsätzlich lassen sich hierbei drei Organisationsformen unterscheiden<sup>2</sup>:

- Private Venture Capital Firms (PVCF),
- Corporate Venture Capital Companies (CVCC),
- Small Business Investment Companies (SBIC).

Private Venture Capital Firms stellen meist private Gründungen dar, die überwiegend als Fonds arbeiten und vor allem Beteiligungen an Unternehmen im Hochtechnologiebereich eingehen. Ihr Ziel ist die möglichst schnelle Steigerung des Wertes des Unternehmens und ein anschließender Verkauf der Beteiligung. Das Fondsvolumen der PVCFs beträgt meist zwischen 10 und 50 Mill. \$. Die finanziellen Engagements belaufen sich auf durchschnittlich 800 000 \$, wobei die Schwankungsbreite in Abhängigkeit von der Konstellation im Wachstumszyklus eines Unternehmens zwischen 300 000 und 4 Mill. \$ variiert. Vorzugsweise wird die Finanzierung in einem frühen Stadium der Unternehmensgründung vorgenommen. Die Mittelzuführung zu den Fonds erfolgt überwiegend durch institutionelle Anleger wie Pensionsfonds und Versicherungen sowie durch gutverdienende Privatpersonen und Unternehmen. Als Mindesteinlage gilt in der Regel ein Betrag von 100 000 Dollar.

**Venture-Capital-Finanzierung im Wachstumszyklus eines Unternehmens**



Insgesamt gibt es ca. 120 PVCFs in den USA. Mit einem Anteil von 65 % sind sie die bedeutendste Gruppe am Markt für Venture Capital.

Corporate Venture Capital Companies sind Gründungen von Industrieunternehmen, Banken und Versicherungen. Industrieunternehmen dient die Bereitstellung von Venture Capital der Diversifizierung, dem Know-how-Transfer sowie der Effizienzerhöhung im Forschungs- und Entwicklungsbereich. Für die Banken und Versicherungen dürften Ertragsgesichtspunkte sowie die Möglichkeit, unabhängig von den Beschränkungen, die sonst für die Vergabe risikobehafteter Kredite gelten, auf einem neuen Finanzierungsmarkt Erfahrungen zu sammeln, eine Rolle spielen. Hierbei zeigt das amerikanische Beispiel, daß CVCCs, die sich im Besitz von Banken und Versicherungen befinden, in ihrer Anlagepolitik sehr viel risikoscheuer sind als Gesellschaften, die von Industrieunternehmen finanziert werden. Banken und Versicherungen engagieren sich vorzugsweise an der Finanzierung des weiteren Wachstums bereits bestehender und erfolgreicher Hochtechnologieunternehmen, während die industriefinanzierten CVCCs auch bereit sind, risikoreichere Engagements einzugehen. Die Kapitalausstattung der CVCCs ist im Durchschnitt wesentlich höher als bei den PVCFs. Ebenfalls höher ist auch das einzelne Beteiligungsvolumen. Es bewegt sich meist zwischen 1 und 5 Mill. \$; teilweise werden auch Engagements zwischen 10 und 15. Mill. \$ eingegangen.

Insgesamt gibt es in den USA ca. 100 CVCCs. Ihr Anteil am Venture-Capital-Markt liegt bei etwa 25 %.

Small Business Investment Companies sind Venture-Capital-Gesellschaften, deren Rechtsgrundlage der Small Business Investment Act ist. Dieses Gesetz war 1958 in den USA zur Förderung der Bereitstellung von Eigenkapital für mittelständische Unternehmen eingeführt worden. SBICs müssen entweder in der Rechtsform einer Personengesellschaft (Limited-Partnership) oder einer Kapitalgesellschaft (Corporation) organisiert sein. Ihr Grundkapital beträgt mindestens 500 000 \$, und sie bedürfen vor Aufnahme ihrer Geschäftstätigkeit einer Konzession der Small Business Administration (SBA). Die SBICs sind mit Steuervorteilen ausgestattet und haben die Möglichkeit, zinsverbilligte Staatskredite bis zu maximal 1 : 4 in Relation zu ihrem Eigenkapital oder Staatsbürgschaften zu erhalten. Sie unterliegen einer strengen Kontrolle durch die SBA, treffen aber ihre Investitionsentscheidungen im Rahmen der gesetzlichen Regelung völlig frei. Ihr Ziel ist die Gewinnmaximierung durch die Bereitstellung von Venture Capital an wachstumssträchtige mittelständische Unternehmen.

**Beteiligungsformen**

Mögliche Formen der Beteiligung an derartigen Unternehmen sind die Übernahme von Geschäftsanteilen, der Kauf von Aktien und die Darlehensgewährung. Die Beteiligungen der SBICs haben im Regelfall eine Mindestlaufzeit von fünf Jahren. Ein einzelnes Engagement darf die Höhe von 20 % des eingezahlten Gesellschaftskapitals nicht überschreiten. Grundsätzlich können bis zu 49 % der stimmberechtigten Anteile eines mittelständischen Unternehmens erworben werden. Die SBICs halten rund 60 % ihrer Beteiligung in kleineren und mittleren Unternehmen der Hochtechnologiebranche und des Maschinenbaus. Daneben werden aber auch Beteiligungen an „Non- oder Low-tech“-Unternehmen (Bauträgergesellschaften, Groß- und Einzelhandelsbetrieben sowie Dienstleistungsunternehmen) eingegangen. Einige SBICs haben sich auf Elektronikgesellschaften oder Forschungsunternehmen der Biochemie spezialisiert. Die meisten streben jedoch eine diversifizierte Beteiligungsstruktur an. Etwa 20 % des Kapitals werden regelmäßig für Unternehmensgründungen eingesetzt. Die Durchschnittshöhe beläuft sich auf 150 000 \$. SBIC-Beteiligungen haben meist Darlehenscharakter. Wichtigstes Beteiligungskriterium der SBICs ist daher ein vorhersehbarer positiver cash flow.

SBICs beschaffen sich ihr Kapital überwiegend lokal von „kleinen“ privaten Anlegern. Die Beteiligung wird durch Steuervorteile attraktiv gemacht. Der wichtigste Vorteil liegt in der Steuerbefreiung thesaurierter Gewinne. Außerdem sind SBICs weitgehend von der Körperschaftsteuer befreit.

Der amerikanische Venture-Capital-Markt

	1980		1981		1982		1983		1984	
	Mill.\$	%	Mill.\$	%	Mill.\$	%	Mill.\$	%	Mill.\$	%
<b>Mittelherkunft der unabhängigen VC-Fonds</b>										
Pensionsfonds	197	30	200	23	474	33	1070	31	1085	35
Unternehmen	127	19	142	16	175	12	415	12	463	15
Private	102	15	201	23	290	20	707	21	467	15
Stiftungen	92	14	102	12	96	7	267	8	119	4
Versicherungen	88	13	132	15	200	14	410	12	419	13
Ausl. Investoren	55	8	90	10	188	13	531	16	573	18
Unabhängige VC-Fonds insgesamt	661		867		1423		3400		3126	
Jährlicher Kapitalzufluß	900		1300		1700		4500		3500	
Jährliche Beteiligungsanlage	1090		1400		1700		2900		3200	
Gesamtportfolio	4500		6000		7500		11500		15000	

Quelle: Venture Capital Journal; Venture Economics; TVM Techno-Venture Management Gesellschaft.

In den USA sind zur Zeit etwa 400 SBICs tätig, deren Anteil am gesamten Marktvolumen für Venture Capital ca. 10 % beträgt.

Das Gesamtvolumen des Venture-Capital-Marktes ist in den USA von ca. 4,5 Mrd. \$ im Jahr 1980 auf ca. 15 Mrd. \$ im Jahr 1984 angestiegen. Allein im Jahr 1984 konnten die Venture-Capital-Gesellschaften einen Mittelzufluß von 3,5 Mrd. \$ (1983: 4,5 Mrd. \$) erreichen. Am stärksten expandierten hierbei die nicht börsennotierten unabhängigen Fonds. Auf sie entfielen im Jahr 1984 3,1 Mrd. \$ (1983: 3,4 Mrd. \$) der neu akquirierten Mittel. Der Mittelzufluß war vor allem 1983 so kräftig, daß nur etwa 60 % als Beteiligungskapital angelegt werden konnten. 1984 wurden dagegen ca. 90 % des Kapitalzuflusses in Beteiligungen investiert.

Die wichtigsten Kapitalgeber für die nicht börsennotierten unabhängigen Fonds sind Pensionsfonds (ca. 30 %) und Private (ca. 20 %). Ausländische Anleger spielen inzwischen jedoch eine zunehmend größere Rolle. Daneben wird Venture Capital in bedeutendem Umfang auch von Versicherungen und Unternehmen zur Verfügung gestellt. Die Anlegerstruktur der Venture-Capital-Fonds ist in den vergangenen fünf Jahren relativ stabil geblieben (vgl. Tabelle). Auffallend für den amerikanischen Venture-Capital-Markt ist, daß ein großer Teil des Kapitalaufkommens der unabhängigen Fonds aus Quellen wie Pensionsfonds und Stiftungen stammt, die in der Bundesrepublik Deutschland keine derartigen Engagements eingehen dürfen. Der Sachverhalt, daß Banken nicht am Kapitalaufkommen der unabhängigen Fonds beteiligt sind, erklärt sich daraus, daß diese meist über eigene Fonds verfügen. Außerdem befindet sich eine Anzahl von SBICs im Besitz von Banken.

Venture Capital ist in den USA inzwischen zu einem wichtigen Bestandteil der Unternehmensfinanzierung geworden, obwohl sich seine quantitative Bedeutung mit einer Mittelanlage von ca. 3 Mrd. \$ im Jahre 1984 und einem Anteil von gut 1 % an den Bruttoausstattungsinvestitionen, die im selben Jahr 275,7 Mrd. \$ betragen haben, relativ bescheiden ausnimmt. Seine Bedeutung liegt dann auch mehr in der qualitativen Dimension und in dem Sachverhalt, daß ohne Venture Capital viele risikofolle, aber eventuell auch ertragreiche Investitionen nicht getätigt werden könnten. Venture Capital ist wie kaum ein anderes Instrument geeignet, Existenzgründungen im Bereich zukunftssträchtiger Technologien zu finanzieren und das beachtliche Innovationspotential von mittelständischen Unternehmen zu mobilisieren. Es leistet damit einen Beitrag zum technischen Fortschritt und zur Schaffung hochwertiger Arbeitsplätze.

**Investitionsbereiche**

Venture-Capital-Fonds haben in den USA vor allem in den folgenden Bereichen investiert:

- Computertechnik,
- sonstige Elektronik,
- Gentechnologie,
- Biotechnologie,
- Kommunikationstechnologie,
- Medizintechnologie,
- Maschinenbau,
- Energietechnik und
- Industrieautomation.

Bei den Venture-Capital-Fonds hat sich in den USA inzwischen eine gewisse Spezialisierung durchgesetzt. Ein Teil der Fonds konzentriert seine Aktivitäten auf Seed-Financing, während andere Fonds sich auf Start-

Up-Financing oder die Finanzierung in der Entfaltungsphase von Unternehmungen spezialisiert haben. Die großen erfolgreichen Fonds betätigen sich fast nur noch als Investment-Finanziers in der Phase des First-Stage- und Second-Stage-Financing.

Die meisten Fonds sind auf eine Lebensdauer von zehn bis zwölf Jahren angelegt, wobei das Fondskapital in den ersten drei bis fünf Jahren investiert wird und etwa zwei Jahre für die Abwicklung der Desinvestition anzusetzen sind. 10 bis 20 % des Fondskapitals werden oft als Finanzkapital gehalten, um im Bedarfsfall zur Nachfinanzierung des Venture-Capital-Partners zur Verfügung zu stehen. Mit der Auflösung des Fonds werden die Beteiligungen auf die Anteilseigner übertragen. Erfolgreiche Fonds erwirtschafteten in der Vergangenheit jährliche Renditen von 20 bis 30 % auf das eingesetzte Kapital.

### Ansätze in der Bundesrepublik

Im Gegensatz zu den USA befindet sich der Venture-Capital-Markt in der Bundesrepublik Deutschland noch in den Anfängen. Allerdings hat in jüngster Zeit eine vielversprechende Entwicklungsdynamik eingesetzt. Von den etwa 30 zur Zeit in der Bundesrepublik bestehenden privaten Venture-Capital-Gesellschaften sind allein 25 in den Jahren 1983 und 1984 gegründet worden<sup>3</sup>. Als Initiatoren und Kapitalgeber dominieren in der Bundesrepublik Industrieunternehmen. Daneben gibt es Gemeinschaftsgründungen von Banken und von Banken gemeinsam mit Industrieunternehmen sowie Gründungen, die von Sparkassen initiiert sind. Eine Anzahl von Venture-Capital-Gesellschaften ist auch von Unternehmensberatern gegründet worden. Im Aufbau befindet sich darüber hinaus ein Venture-Capital-Fonds, der von der deutschen Versicherungswirtschaft getragen wird. Auf reine Privatinitiative zurückgehende Venture-Capital-Fonds, die in den USA das größte Marktsegment ausmachen und das stärkste Wachstum aufweisen, sind in der Bundesrepublik bisher eine Seltenheit.

Aus den bisherigen Neugründungen stechen vier große Gesellschaften hervor:

- Deutsche Wagnisfinanzierungsgesellschaft (WFG „neu“), Frankfurt;
- TVM Techno-Venture Management Gesellschaft, München;
- Wagnisbeteiligungsfonds der Deutschen Versicherungswirtschaft, Köln;
- Citicorp Venture Capital Gesellschaft, Frankfurt.

Die WFG „neu“ ist Ende 1984 aus der WFG „alt“ hervorgegangen, die 1975 von 29 Kreditinstituten mit einem Stammkapital von 50 Mill. DM gegründet worden war. Die alte WFG hatte bei ihren Beteiligungen so hohe Betriebsverluste erlitten, daß sie zum Schluß nur noch über eine Betriebsreserve von 4 Mill. DM verfügte, und der Bund, der zu 75 % an den Verlusten beteiligt war, hatte 35 Mill. DM verloren.

Die Ursachen für das schlechte Ergebnis lagen in der falschen Konzeption der Gesellschaft<sup>4</sup>. So durften ausschließlich Beteiligungen an jungen Technologieunternehmen eingegangen werden. Hierdurch konzentrierte sich die Aktivität auf Gründungsunternehmen mit sehr hohen Verlustrisiken. Die Beteiligungsdauer war mit fünf Jahren zu kurz bemessen. Sie beschränkte sich damit im wesentlichen auf die verlustreichen Phasen der Start-Up- und First-Stage-Finanzierung. Der Rückkaufwert der Beteiligungen war am Ertragswert des Unternehmens ausgerichtet. Bei geringen Erträgen oder gar Verlusten fiel der Rückkaufwert entsprechend niedrig aus. Außerdem erwies sich der Entscheidungsprozeß innerhalb der WFG als zu kompliziert und zu langwierig. Entscheidend für den Mißerfolg der WFG „alt“ dürfte jedoch der Sachverhalt gewesen sein, daß die finanzierten Gesellschaften den Zeitpunkt der Ablösung des Venture-Capital-Engagements selbst wählen konnten. Hierdurch war die Wagnisfinanzierungsgesellschaft nicht in der Lage, Veräußerungen der Beteiligungen in der Gewinnphase vorzunehmen.

Nachdem aus diesen Fehlern bereits 1981 Konsequenzen für die Geschäftsleitung und die Unternehmenskonzeption gezogen worden waren, ist Ende 1984 mit der Gründung der WFG „neu“ eine völlige Umstrukturierung erfolgt. Seither beschränkt sich die Beteiligungspolitik nicht nur auf Hochtechnologie-Unternehmen, sondern umfaßt die Finanzierung eines jeden Unternehmens mit Wachstumschancen. Das wichtigste Beteiligungskriterium sind hohe Gewinnerwartungen. Zur Verringerung des Beteiligungsrisikos wird verstärkt ein Co-Venturing, d. h. eine gemeinsame Finanzierung mit anderen Venture-Capital-Gesellschaften angestrebt. Diese Form der Zusammenarbeit ist in den USA bisher mit großem Erfolg praktiziert worden.

In die WFG „neu“ bringen fünf deutsche Großbanken, nämlich die Deutsche Bank, die Dresdner Bank, die Commerzbank, die Westdeutsche Landesbank und die Bayerische Landesbank ein Stammkapital von 80 Mill. DM ein, das um weitere 50 Mill. DM von inländischen und ausländischen Anlegern auf 130 Mill. DM aufgestockt werden soll. Die Aktivitäten der WFG „alt“ verteil-

<sup>3</sup> Vgl. hierzu die Übersicht im Handelsblatt Nr. 211 vom 6. 11. 1984, S. 27.

<sup>4</sup> Vgl. Heinrich Stedler, Hans Heinrich Peters: Venture Capital – ein zukunftsorientiertes Finanzierungsinstrument, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, H. 21 (1983), S. 996.

ten sich bisher zu 30 % auf die Informations- und Kommunikationstechnik, zu weiteren 30 % auf die Meß- und Regeltechnik, zu 25 % auf die Bereiche Umwelttechnik, Biotechnik und Dienstleistungen sowie zu 15 % auf den Maschinen- und Anlagenbau.

Die bisher größte deutsche Gründung ist der von der Mattuschka-Gruppe mitbegründete TVM Techno-Venture-Fonds, an dem sich neben der Daimler Benz AG, der Bayer AG, der Mannesmann AG und anderen die Siemens AG und die Deutsche Bank maßgeblich beteiligt haben. Der Fonds zeichnet sich dadurch aus, daß auf der einen Seite das technische Know-how führender deutscher und auch österreichischer Industrieunternehmen eingebunden ist und auf der anderen Seite Erfahrungen aus dem Management amerikanischer Venture-Capital-Fonds nutzbar gemacht werden. Das Stammkapital des Fonds beträgt 116 Mill. DM. Die Techno-Venture Management Gesellschaft investiert überwiegend in den Bereichen Bio- und Medizintechnik, Kommunikationstechnik, Energietechnik, Meß- und Regeltechnik sowie Spezialchemikalien. Besonderer Wert wird bei den Engagements auf die Management-Unterstützung gelegt, für die ein Team von Fachleuten zur Verfügung steht. Der Techno-Venture-Fonds engagiert sich in allen Wachstumsphasen eines Unternehmens.

Der von der deutschen Versicherungswirtschaft getragene Wagnisbeteiligungsfonds befindet sich noch in der Aufbauphase. Das Fondskapital beläuft sich auf 100 Mill. DM. Geplant ist die Beteiligung an wachstums-trächtigen mittelständischen Unternehmen.

Der von der größten Bank der Welt, der Citi Bank Corporation (New York) in Frankfurt aufgelegte Venture-Capital-Fonds befindet sich ebenfalls noch in der Aufbauphase. Er soll sich in der Endphase auf 140 Mill. DM belaufen, die aus bankeigenen Mitteln zur Verfügung gestellt werden. Zielgruppe für die Investitionen sind generell wachstumsorientierte Unternehmen. Für die Fonds-Verwaltung wurde die Citicorp Venture Capital Beratungsgesellschaft gegründet, in die sicherlich amerikanisches Know-how über Venture-Capital-Management einfließt.

Neben diesen großen Neugründungen gibt es noch sehr viele Venture-Capital-Aktivitäten in Berlin, wo inzwischen eine regelrechte Innovations- und Gründungseuphorie („Silicon-Wedding“) ausgebrochen ist, und auch regional orientierte Aktivitäten, die häufig von Sparkassen initiiert sind (Siegerlandfonds 1).

Das Gesamtvolumen des Venture-Capital-Marktes wird in der Bundesrepublik Deutschland Ende 1984 auf 700 Mill. DM geschätzt. Das Kapital wurde im wesentlichen in den letzten beiden Jahren bereitgestellt, davon

allein 1984 ca. 500 Mill. DM. Der größte Teil ist noch nicht angelegt. Die neu eingegangenen Beteiligungen haben im Jahr 1984 allenfalls 100 Mill. DM betragen. Das sind bezogen auf die Bruttoausrüstungsinvestitionen in Höhe von 140,2 Mrd. DM lediglich 0,07 %. Um einen Anteil wie in den USA zu erreichen, hätte der Neuzugang der Beteiligungen dreizehnmal größer sein müssen. Selbst der Anteil der 1984 für Venture-Capital-Investitionen bereitgestellten Mittel beträgt in der Bundesrepublik nur etwa 20 % des Anteils, der im selben Jahr in den USA bereitgestellt worden ist. Der Venture-Capital-Markt in der Bundesrepublik müßte damit ein sehr hohes Wachstumspotential aufweisen.

### Perspektiven

Als Ursachen für die Unterentwicklung des Venture-Capital-Marktes in der Bundesrepublik Deutschland lassen sich nennen:

- die insgesamt niedrige Rendite von risikvollen Beteiligungen am Produktivkapital im Vergleich zur Rendite von risikolosen Anlagen in Staatsschuldtiteln;
- die steuerliche Benachteiligung von Investitionen in Produktivkapital durch
  - Vermögensteuern,
  - Gewerbesteuern und
  - Besteuerung von Veräußerungsgewinnen bei institutionellen Investoren;
- die hohen administrativen Voraussetzungen und kostenmäßigen Belastungen der Börsenzulassung;
- die Belastung des Verkaufs von Beteiligungen durch die Börsenumsatzsteuer;
- die Existenz zahlreicher subventionierter staatlicher Existenzgründungs- und -förderungsprogramme;
- die zunächst nicht sehr erfolgreiche Aktivität der ersten Venture-Capital-Gesellschaft in der Bundesrepublik.

Obwohl in diesem gesamtwirtschaftlichen Umfeld keine wesentliche Veränderung eingetreten ist, hat in der jüngsten Vergangenheit die zuvor aufgezeigte Gründungswelle von Venture-Capital-Gesellschaften in der Bundesrepublik stattgefunden. Das Venture Capital wird dabei zum größten Teil von Industrieunternehmen aus dem Hochtechnologiebereich, zu einem beachtlichen Teil aber auch von den Geschäftsbanken bereitgestellt. Für die Industrieunternehmen dürfte die Informationsgewinnung über neues technisches Wissen („window on technology“) und für die Banken die Gewinnung von Know-how in einem neuen Segment des Kapitalmarktes das wichtigste Anlagemotiv darstellen. Ersparnisse privater Anleger sind dagegen wegen der

gewählten Rechtsform und wegen zu großer Stückelungen der Anteile an den Beteiligungsgesellschaften bisher kaum in den Markt für Venture Capital geflossen.

Zur besseren Versorgung der deutschen Volkswirtschaft mit Risikokapital im allgemeinen und zur Stimulierung der Bildung von Venture Capital im speziellen haben Wissenschaft und Praxis eine Anzahl von Vorschlägen gemacht. Die Forderungen konzentrieren sich hierbei auf<sup>5</sup>:

- die Aufhebung der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen für Venture-Capital-Gesellschaften;
- die Schaffung eines zweiten Börsenmarktes für mittlere und kleinere Unternehmen mit niedrigeren Zugangsanforderungen und niedrigeren Kosten;
- die Senkung bzw. Aufhebung der steuerlichen Belastung beim Kauf und Verkauf von Beteiligungen sowie bei der Umwandlung von Unternehmen;
- die Öffnung des Venture-Capital-Marktes auch für kleinere private Anleger.

Vor allem dem letzten Gesichtspunkt hat die Bundesregierung im März 1985 mit der Vorlage des Entwurfs zum „Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften“ (UBGG) Rechnung getragen. Über die neuen Unternehmensbeteiligungsgesellschaften soll es auch kleineren Anlegern z. B. im Rahmen des 936-DM-Vermögensbildungsgesetzes ermöglicht werden, sich an der Bereitstellung von Venture Capital für mittelständische Unternehmen zu beteiligen. Die im Gesetzentwurf vorgesehenen Gesellschaften müssen in der Form einer Aktiengesellschaft geführt werden. Als Grundkapital ist ein Mindestbetrag von 2 Mill. DM erforderlich. Unternehmenszweck ist ausschließlich die Beteiligung an inländischen Unternehmen über den Erwerb von bisher nicht börslich zugelassenen Aktien sowie von GmbH-Anteilen, Kommanditanteilen und Beteiligungen als stiller Gesellschafter. Die Beteiligung an einem Unternehmen darf 49 % nicht übersteigen. Die Beteiligungen sollen breit gestreut sein, und jede Beteiligungs-AG soll Anteile an mindestens 10 Unternehmen halten. Die Zulassung als Unternehmensbeteiligungsgesellschaft erfolgt durch das Bundesamt für Finanzen. Die Unternehmensbeteiligungsgesellschaften sind sowohl von der Vermögensteuer als auch von der Gewerbesteuer befreit.

Mit der Einführung der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft sind wesentliche rechtliche Voraussetzungen für das weitere Wachstum des Venture-Capital-Marktes in der Bundesrepublik unter Einbeziehung breiter Anlegerkreise geschaffen worden. Das Modell eröffnet große Chancen sowohl für private als auch für institutionei-

le Initiatoren. In seiner Grundkonzeption stellt es eine Mischung zwischen den amerikanischen SBICs und den privaten Venture-Capital-Gesellschaften dar.

### **Marktgrenzen**

Die künftige Entwicklung des Venture-Capital-Marktes in der Bundesrepublik hängt wesentlich davon ab, ob und inwieweit die bestehenden und neuen Venture-Capital-Gesellschaften in der Lage sind, die schwierigen Managementaufgaben zu bewältigen. Für die Gesellschaften ist es nicht einfach, die technisch sehr komplizierte Materie neuer Projekte zu durchschauen und diese auf ihre ökonomische Verwertbarkeit hin zu beurteilen. Zweckmäßig wäre es, wenn die deutschen Venture-Capital-Gesellschaften von vornherein eine Spezialisierung in bezug auf Technologiebereiche und Finanzierungsphasen vornehmen würden, wie sie sich in den USA inzwischen herauskristallisiert hat.

Selbst wenn mit den jüngsten Neugründungen von Venture-Capital-Gesellschaften institutioneller Anleger und der soeben erfolgten gesetzlichen Weichenstellung für die Gründung von Beteiligungsgesellschaften das Engagement und die Entfaltungsmöglichkeiten des Venture-Capital-Marktes in der Bundesrepublik eine beachtliche Ausdehnung erfahren haben, sind dem Venture-Capital-Markt wegen der insgesamt bei gegebenem Risiko zu geringen Gewinnerwartung, wegen der relativ hohen Besteuerung des Veräußerungsgewinns erfolgreicher Beteiligungen und wegen der komplizierten Börsenzulassungsvorschriften nach wie vor enge Grenzen gesetzt. Ein Beteiligungsvolumen von jährlich 200 bis 300 Mill. DM dürfte für einige Jahre die Obergrenze des Venture-Capital-Marktes in der Bundesrepublik bilden.

Immerhin lassen sich hiermit einige tausend Arbeitsplätze jährlich neu schaffen. Ein Beitrag zur Bewältigung des Arbeitslosenproblems kann von der Venture-Capital-Finanzierung nur sehr marginal erwartet werden. Vollbeschäftigung erfordert eine Stimulierung der Kapitalbildung auf breiter Front. Hierzu sind die Ertragsaussichten für Realkapital auf breiter Front zu verbessern. Dies läßt sich nur dadurch erreichen, daß der Reallohnzuwachs entgegen der Entwicklung in den 70er Jahren für einige Jahre unterhalb des Zuwachses der Arbeitsproduktivität und der Terms-of-Trade-Effekte verläuft.

---

<sup>5</sup> Vgl. z. B. Horst Albach u. a.: Zur Versorgung der deutschen Wirtschaft mit Risikokapital, Bonn 1983, S. 107-122; Kronberger Kreis: Mehr Beteiligungskapital, Frankfurt 1983, S. 18-33; Klaus Nathusius: Wege zur Aktivierung von Venture Capital in Deutschland, in: Venture Capital für junge Technologieunternehmen, Workshop '83, München 1983, S. 99-111; Hartmut Schmidt: Venture Capital vom Publikum, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, H. 15 (1984), S. 713-718.