

Brockhoff, Klaus

**Working Paper — Digitized Version**

## Eigenkapitalfinanzierung für Innovationen

Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, No. 116

**Provided in Cooperation with:**

Christian-Albrechts-University of Kiel, Institute of Business Administration

*Suggested Citation:* Brockhoff, Klaus (1982) : Eigenkapitalfinanzierung für Innovationen, Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, No. 116, Universität Kiel, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/190936>

**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.*

Nr. 116  
EIGENKAPITALFINANZIERUNG FÜR  
INNOVATIONEN  
von  
Klaus Brockhoff

Vortrag zum Universitäts-Seminar "Dialog Theorie und Praxis"  
der Schleyer-Stiftung:

Innovation - Wagniskapital als Engpaß

## 1. Innovationsbarrieren

Notwendige, wenn auch nicht hinreichende einzelwirtschaftliche Bedingungen für eine erfolgreiche unternehmerische Tätigkeit sind: eine Bedürfnisse befriedigende Geschäftsidee, ihre Umsetzung und Realisierung in Produkte oder Dienstleistungen, die dafür notwendige Unternehmerkapazität und die Bereitstellung der erforderlichen Finanzierungsmittel. Ein Engpaß oder ein Realisierungshinderniß kann im konkreten Falle allein schon durch eine dieser Bedingungen errichtet werden. Das Thema impliziert, daß in der Bereitstellung erforderlicher Finanzierungsmittel eine Bedingung gegeben ist, die nicht nur ausnahmsweise unerfüllt bleibt. Eine solche Annahme ist nicht selbstverständlich. Sie sollte deshalb zunächst kurz zu den anderen Bedingungen in Relation gebracht werden.

Von einer Innovation kann in weiterem Sinne auch als von einer neuen Geschäftsidee gesprochen werden. Pessimisten, die die Bedürfnisse der Menschen als erfüllt ansahen und deshalb keine Innovationen erwarteten, sind immer wieder enttäuscht worden. Auf volkswirtschaftlichem Niveau betrachtet haben sich weder die stagnationstheoretischen Vorstellungen von Keynes<sup>1)</sup> als zutreffend erwiesen, noch die These von der Erschöpfung der Investitionsgelegenheiten, die Hansen<sup>2)</sup> in die Debatte führte.

Einzelwirtschaftliche Untersuchungen lassen erkennen, daß neue Produkte in bedeutendem Umfange die Geschäftstätigkeit bestimmen.<sup>3)</sup> Auch der Tatbestand, daß nur etwa drei bis vier von Tausend neuen Geschäftsideen zu Unternehmensgründungen zu führen scheinen, spricht nicht für die Annahme eines Ideenmangels.

---

1) J.M. Keynes, The Economic Consequences of the Peace, 2.A., London 1920.

2) A. Hansen, Full Recovery and Stagnation? New York 1938.

3) K. Brockhoff, Die Produktinnovationsrate im Lagebericht, Der Betrieb, Bd.34, 1981, S. 433-437 sowie verschiedene Ergebnisse von GfK oder Nielsen Umfragen.

Das schließt nicht aus, daß der Ideenstrom stärker fließen würde oder mehr Realisierungen möglich wären, wenn Hemmnisse beseitigt würden, die sich z.B. bei Erfolgsanalysen neuer Produkte abzeichnen <sup>4)</sup>.

Als ein solches Hemmnis wird ein Mangel an unternehmerischen Persönlichkeiten oder Einstellungen beklagt. Es wäre nun äußerst bedenklich, wenn das Angebot an Unternehmergeist sehr knapp wäre, weil er z.B. genetisch determiniert und deshalb nicht beliebig vermehrbar wäre. Erst kürzlich widersprach Giersch solchen Vorstellungen temperamentvoll <sup>5)</sup>. Vorausgesetzt, daß Möglichkeiten zur Erfahrungssammlung und Ausbildung vorhanden seien, könne nicht im Angebot von Unternehmergeist eine Schranke liegen, sondern in der zurückgedrängten Nachfrage durch bürokratische Regelungen des Staates und innerhalb der Unternehmen, exzessive Verteilungsansprüche der Gewerkschaften sowie die Sozialisierung von Risiken durch wohlfahrtsstaatliche Fürsorge <sup>6)</sup>. Damit sind bedeutende potentielle Hindernisse angesprochen, die neben Finanzierungsproblemen und mit diesen zusammenhängend wirken können. So wird deutlich, daß die Aufhebung möglicher Finanzierungshindernisse noch nicht als Garantie für die ungehemmte Förderung unternehmerischer Tätigkeit und insbesondere der Innovationstätigkeit angesehen werden kann. Insoweit nähern wir uns dem Fazit aus verschiedenen Untersuchungen und Äußerungen von Vertretern des deutschen Bankensystems, das Mensch in dem Satz zusammenfaßt: "Das Finanzierungsproblem existiert, aber es ist ein zweitrangiges Innovationshindernis" <sup>7)</sup>.

---

4) R. Colantoni, R.G. Cooper, New Product Scenarios: Prospects for Success, Journal of Marketing, Vol. 45, 1981, S. 48-60.

5) H. Giersch, The Role of Entrepreneurship in the 1980s, Kieler Diskussionsbeiträge, Nr. 88, 1982. Vgl. auch Umfrageergebnisse z.B. bei W.H. Striegel, Fehlendes Vertrauen als Wachstumsbremse. Ergebnisse und Folgerungen aus Unternehmerbefragungen. Ifo-Studien, 24. Jg., 1978, S.21-41.

6) Als Erklärung für reduzierte Risikobereitschaft auch in: K. Brockhoff, Comment (on: R. Nelson, Competition, Innovation, Productivity Growth, and Public Policy) in: H. Giersch, Hrsg., Towards an Explanation of Economic Growth, Tübingen 1981, S. 180-186, hier S. 183.

7) G.Mensch, Gemischtwirtschaftliche Innovationspraxis, Alter-

Dagegen lassen Befragungen der durch das Personalkostenzuschuß-Programm begünstigten Klein- und Mittelbetriebe erkennen, daß sie in der Finanzierung von Forschungs- und Entwicklungsarbeiten sowie der Produktionsaufnahme und Markteinführung die größten Probleme sehen. Schwierigkeiten bei der Finanzierung werden ganz überwiegend auf zu hohe Sicherheitsanforderungen der Geldgeber zurückgeführt<sup>8)</sup>. Über den Rangplatz des Hindernisses scheint es wenig sinnvoll zu streiten, zumal er sich in unterschiedlichen wirtschaftlichen Situationen und für verschiedene Typen von Unternehmen auch ändern kann. Zu fragen ist aber, welche Möglichkeiten zur Überwindung dieses Hindernisses bestehen. Diese Frage wird hier auf eine ganz bestimmte Situation beschränkt, die Gründungs- und Startphase eines innovativen Unternehmens. Das ist der Zeitraum, der der Gründung unmittelbar vorausgeht bzw. folgt. Nach der Ansicht privater Wagniskapitalgeber in den USA ist in dieser Zeit bei noch relativ bescheidenem Einsatz finanzieller Mittel, für die sich u.a. phasenbezogen spezialisierte Finanzierungsunternehmen anbieten (z.B. Zero Stage Capital Co., Boston), mit einer Misserfolgsrate von 70% bei geprüften Engagements zu rechnen<sup>9)</sup>.

Bei den Annahmen über die Gründungssituation soll hier einschränkend weiter von einem Gründer mit einer neuen, in erster Linie technisch-naturwissenschaftlichen Geschäftsidee ausgegangen werden. Geschäftsideen, deren Realisierung praktisch kein Eigenkapital erfordern, bleiben unbeachtet.

---

native Organisationsformen der staatlichen Forschungs- und Technologiepolitik. Göttingen 1976, S. 187. Stärkere Bedeutung scheint der Finanzierung als Innovationshemmnis in Klein- und Mittelbetrieben zuzukommen nach den Befragungsergebnissen von: S. Hühnert, K. Robl, Zur Finanzierung von Innovationen in mittelständischen Industriebetrieben. Ergebnisse einer empirischen Untersuchung. Beiträge zur Mittelstandsforschung 78, Göttingen 1981, bes. S. 36-38.

8) Vgl. o.V., Finanzierung ist das wichtigste FuE-Problem, Forschung und Entwicklung, AIF, 18. Jg., 4/5, S. 25-27, hier S. 26f.

9) o.V., Venturing into venture capitalism, Business Week, 13.9.1982, S. 96-98, hier S. 96.

## 2. Grundprobleme der Eigenkapitalbeschaffung

Eine allein auf Erwartungswerte eingeschränkte Betrachtung der Finanzierungsprobleme innovativer Gründungsvorgänge wird bei kapitalwerttheoretischer Betrachtung eine Indifferenz der Eigen- oder Fremdfinanzierung feststellen oder der Fremdfinanzierung einen Vorzug einräumen<sup>10)</sup>. Erst die Einbeziehung der z.B. durch die Varianz ausgedrückten Schwankungen in den Zahlungsströmen hilft zu verdeutlichen, daß die gewinnabhängige Bedienung des Eigenkapitals der gewinnunabhängigen Bedienung des Fremdkapitals insbesondere in der der Gründung folgenden Startphase vorzuziehen ist. Eigenkapitalnahe Finanzierungen durch partiarische Darlehn oder Fremdfinanzierungen zu nicht marktgängigen Konditionen, wie sie z.B. durch Zinssubventionen der öffentlichen Hand erreicht werden, sollen hier nicht betrachtet werden. Der Staat soll nicht primär als ein möglicher Financier, sondern als Ordnungsgeber in Betracht kommen.

Wenn nun private Eigenkapitalfinanzierung zum möglichen Innovationshindernis wird, worin liegen dann die Ursachen? Der Träger der innovativen Geschäftsidee verfügt selbst nicht über ausreichendes Kapital zu ihrer Verwirklichung. Er muß andere zur Außenfinanzierung gewinnen. Aus der Suche nach dem Hinzutreten finanzierender Interessenten zum Träger der Geschäftsidee können nun folgende Hindernisse sichtbar werden:

- a) Es müssen weitere Startbedingungen erfüllt werden, insbesondere muß Management - Kapazität gewonnen werden. Tatsächlich zeigt die Tätigkeit der Wagnisfinanzierungsgesellschaften, daß Beratungsleistungen für sie einen Kostenschwerpunkt bilden<sup>11)</sup>. So erklärt sich auch, daß die 200 besonders aktiven privaten Wagniskapitalgesellschaften der USA ihre durchschnittlich je vier Engagements häufig

---

<sup>10)</sup> Bei Gewinnen aus laufenden Geschäften ist dann ohnehin kein Finanzierungsproblem zu erwarten, wenn beliebig kleine Entwicklungsaufgaben verfügbar sind. Vgl. M.I. Kamien, N.L. Schwartz, Self-Financing of an R&D Project, American Economic Review, Vol.68, 1978, S. 252-261.

<sup>11)</sup> In einer Presseunterlage vom 8.2. 1979 gibt die Deutsche

aufgrund von Bewertungsmodellen erreicht werden, wie sie z.B. durch das "Experimental Center for the Advancement of Invention and Innovation" eingesetzt werden<sup>14)</sup>. Aufgrund diskriminanzanalytischer Untersuchungen müssen solche Modelle fortgeschrieben werden. Die zeitliche Darstellung der komplizierten Zusammenhänge von Verbreitungsprozessen neuer Produkte wird in Diffusionsmodellen<sup>15)</sup> geboten. Es wäre interessant zu erfahren, ob sich die Überraschung der Erkenntnisse, daß die Einführung neuer Produkte nicht durch Geld allein bewirkt werden kann und mehr Zeit erfordert als erwartet,<sup>16)</sup> durch Anwendung solcher Modelle hätte vermeiden lassen.

- c) Der Ideenträger kann seine Innovationsidee deshalb nicht glaubwürdig vertreten, weil er selbst darin kein wirtschaftliches Engagement eingeht. Das kann daran liegen, daß ihm hierfür die Mittel fehlen. Daraus resultiert der Vorschlag, das Ansparen von Wagniskapital steuerlich zu fördern<sup>17)</sup>. Allerdings ist fraglich, ob diesem Vorschlag große Bedeutung zukommt, angesichts der Diskrepanzen

---

No.3. G.A.W.Boehm, A. Groner, Science in the Service of Mankind. The Battelle Story, Lexington, Toronto, London 1972, S. 53f.

14) University of Oregon, Eugene/Or.: Guide to Invention and Innovation Evaluation, 1977. G.G. Udell, K.G. Baker, Innovation Evaluation Instrument (University of Oregon (1978).

15) Z.B.: H. Schmalen, Marketing-Mix für neuartige Gebrauchsgüter, Wiesbaden 1979.

16) Deutsche Wagnisfinanzierungs-GmbH, Pressegespräch vom 28.9.1981.

17) So ein Vorschlag der Mittelstandsvereinbarung der CDU/CSU von 1979.

sowohl geographisch und hinsichtlich ihrer Tätigkeitsfelder konzentrieren<sup>12)</sup>. In der Bundesrepublik Deutschland wird versucht, durch die Tätigkeit von Gründungsberatern und das Angebot von Existenzgründungsseminaren durch Industrie- und Handelskammern das Management-Hindernis zu reduzieren.

- b) Die Partner stimmen in der Beurteilung der Erfolgchancen und Risiken der Innovationsideen nicht überein. Der Optimismus des Ideenträgers oder auch die Demonstration technischer Überlegenheit bei Problemlösungen können ökonomische Betrachtungen nicht ersetzen. Darauf weisen zunächst einmal die Realisierungschancen von Ideen hin. So zeigt sich bei der Battelle Development Corporation zwischen 1967 und 1969, daß nur 2,5% der eingereichten Ideen zu Entwicklungsprojekten führten, 1,6% technischen Erfolg hatten, 0,8% lizenzierbar waren und 0,4% auch wirtschaftlichen Erfolg erbrachten<sup>13)</sup>. Scientific Advances Inc. hat von 1962 bis 1975 ihrer Muttergesellschaft erhebliche Verluste erbracht. Erst dann wurde die Geschäftspolitik aufgrund der Erkenntnis geändert, daß bis dahin (wie es hieß) "financial performance was secondary to technical excellence". Es fällt nicht schwer, durch weitere Beispiele zu belegen, daß eine Hauptvoraussetzung erfolgreicher Innovationsfinanzierung im mühsamen Pikieren zarter Ideensämlinge besteht, wobei der Ideenträger diese Arbeit wohl häufig als unverständigen Kahlschlag ansieht. Eine Abstimmung über die Erfolgsaussichten von Innovationen kann

---

Wagnisfinanzierungs GmbH den Beratungsaufwand mit vier Mann-  
tagen je Monat und Beteiligung an, obwohl die Gesellschaft  
in der Start- und nicht in der Gründungsphase tätig ist.

12) o.V., Venturing into venture capitalism, a.a.O. Vgl. auch die  
Fallstudien-Betrachtung bei: P.R. Liles, Sustaining the  
Venture Capital Firm, Diss. Harvard Business School, 1977,  
S. ii. oder die Unternehmensbeschreibung: Cambridge Re-  
search & Development Group, A Profile, 1977: "...CRDG be-  
lieves that the single most important element for the  
success of an invention is management".

13) J.L. Gray, BDC as a Sponsor - What's in it for the Laboratory.  
The Battelle Development Corporation, Resource, 1(1970),

aufgrund von Bewertungsmodellen erreicht werden, wie sie z.B. durch das "Experimental Center for the Advancement of Invention and Innovation" eingesetzt werden<sup>14)</sup>. Aufgrund diskriminanzanalytischer Untersuchungen müssen solche Modelle fortgeschrieben werden. Die zeitliche Darstellung der komplizierten Zusammenhänge von Verbreitungsprozessen neuer Produkte wird in Diffusionsmodellen<sup>15)</sup> geboten. Es wäre interessant zu erfahren, ob sich die Überraschung der Erkenntnisse, daß die Einführung neuer Produkte nicht durch Geld allein bewirkt werden kann und mehr Zeit erfordert als erwartet,<sup>16)</sup> durch Anwendung solcher Modelle hätte vermeiden lassen.

- c) Der Ideenträger kann seine Innovationsidee deshalb nicht glaubwürdig vertreten, weil er selbst darin kein wirtschaftliches Engagement eingeht. Das kann daran liegen, daß ihm hierfür die Mittel fehlen. Daraus resultiert der Vorschlag, das Ansparen von Wagniskapital steuerlich zu fördern<sup>17)</sup>. Allerdings ist fraglich, ob diesem Vorschlag große Bedeutung zukommt, angesichts der Diskrepanzen

---

No.3. G.A.W. Boehm, A. Groner, Science in the Service of Mankind. The Battelle Story, Lexington, Toronto, London 1972, S. 53f.

14) University of Oregon, Eugene/Or.: Guide to Invention and Innovation Evaluation, 1977. G.G. Udell, K.G. Baker, Innovation Evaluation Instrument (University of Oregon (1978).

15) Z.B.: H. Schmalen, Marketing-Mix für neuartige Gebrauchsgüter, Wiesbaden 1979.

16) Deutsche Wagnisfinanzierungs-GmbH, Pressegespräch vom 28.9.1981.

17) So ein Vorschlag der Mittelstandsbereinigung der CDU/CSU von 1979.

zwischen der Dauer der Ansparzeit und der Gefahr schneller Überholung innovativer Ideen. Der "Sachverständigenrat" weist auf drei andere Ansatzpunkte zur Stärkung der Selbstfinanzierung hin: Minderung der Scheingewinnbesteuerung, Reduktion ertragsunabhängiger Steuern, Milderung des Investitionsrisikos durch besseren intertemporalen Verlustausgleich und Ausbau staatlicher Beteiligung an Forschungs- und Entwicklungsrisiken<sup>18)</sup>.

- d) Der Ideenträger bietet nach speziell deutschem Bilanzierungsverständnis keine oder keine ausreichenden Sicherheiten. Auf solche Sicherheiten muß auch ein risikofreudiger Eigenkapitalgeber Wert legen, wenn seine eigene Bonität für die Refinanzierung bedeutend ist. Diese hängt von den Vorstellungen der Außenwelt von sicherer und erfolgreicher Geschäftspolitik ab. Hier gilt, was für Banken festgestellt wird: "Dabei kommt es nicht einmal darauf an, daß die Bank tatsächlich gegen die Rollenerwartungen verstößt - ihre Kreditwürdigkeit wird bereits gefährdet, wenn nur der Anschein eines Verstoßes besteht oder sich gar nur die Meinung bildet und verbreitet, die Bank entspreche nicht dem Verhalten sicher und erfolgreich geführter Institute. Bonität ist ein Kognitions- und Kommunikationsphänomen"<sup>19)</sup>.

Der Hinweis auf die speziell deutschen Verhältnisse erklärt sich daraus, daß selbsterstellte Forschungs- und Entwicklungsprojekte weder nach geltendem Recht (§153(3) AktG) noch nach dem Regierungsentwurf vom

---

18) Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Investieren für mehr Beschäftigung, Jahresgutachten 1981/82, Stuttgart, Mainz 1981, Tz. 391-396.

19) J. Hauschildt u. a., Bank- und Börsenwesen, Bd.2, München 1981, S. 13.

10.2.1982 zur Umsetzung der 4. EG -Richtlinie in deutsches Recht aktiviert werden dürfen. Die nach der 4. EG-Richtlinie länderspezifisch zulässige Aktivierung kann mit durchaus beachtlichen Argumenten vertreten werden <sup>20)</sup>, was teilweise im Ausland zumindest durch die Möglichkeit der Aktivierung von Entwicklungsleistungen auch durch Empfehlungen der zuständigen Gremien anerkannt wird <sup>21)</sup>. Daneben ist der Vorschlag gemacht worden, wenigstens jungen oder kleinen Unternehmen die Aktivierungsmöglichkeit einzuräumen <sup>22)</sup>.

In den USA hat es einen Wechsel von der Aktivierungsmöglichkeit zum Aktivierungsverbot gegeben. Die Folgen dieses Schrittes sind mehrfach untersucht worden. Es ist erstaunlich, daß Horwitz und Kolodny bei Befragungen vor allem in früher aktivierenden Unternehmen die Meinung verbreitet finden, daß der Übergang zur sofortigen Aufwandsverrechnung den Forschungs- und Entwicklungsaufwand der

---

20) Nach intensiver Diskussion in den fünfziger Jahren wurde die Frage in der Bundesrepublik Deutschland wieder behandelt von: H. Vormbaum, K.-P. Franz, H.G. Rautenberg, Die Abbildung von Forschung und Entwicklung in der externen Rechnungslegung von Unternehmungen. Ein Beitrag zur Behandlung immaterieller Anlagewerte im Jahresabschluß. In: W. Hamm, R. Schmidt, Hrsg., Wettbewerb und Fortschritt. Festschrift zum 65. Geburtstag von Burkhardt Röper, Baden Baden 1981, S.183-204; H. Wurl, Zum Problem der Bilanzierung von Aufwendungen für Forschung und Entwicklung, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 44. Jg., 1974, S. 159-178. In den USA ist besonders hinzuweisen auf: O. Johnson, Contra-Equity Accounting for R&D, Accounting Review, Vol. 51, 1976, S. 808-822; H. Biermann, jr., R.E. Dukes, Accounting for Research and Development Costs, Journal of Accountancy, 139, 1975, S. 48-55.

21) Z.B. Accounting Standards Committee, Exposure Draft 17: Accounting for research and development - revised, 8. April 1976; Vorschlag des IASC für eine Stellungnahme zur Bilanzierung von Forschungs- und Entwicklungskosten, Die Wirtschaftsprüfung, 30. Jg., 1977, S. 330f.

22) J. Cornwall, Entwicklungs- und Forschungskosten im Rechnungswesen, in: Rechnungslegung und Prüfung in internationaler Sicht, 11. Internationaler Accountantskongreß München 1977, Düsseldorf 1978, S. 289-328, bes. 305, 311f.

Betroffenen einschränken werde, unerfahrene Kapitalgeber bei der Ergebnisbewertung der Unternehmen verunsichern müsse und zu kürzeren sowie risikoloserer Projekten führe<sup>23)</sup>, womit erwünschte Basisinnovationen eher behindert werden.

Das Ergebnis ist allerdings, wie schon vorher bei Collins<sup>24)</sup> stark größenbezogen: "the evidence supports the premise that the expense-only rule caused a relative decline in R&D outlays for small, high-technology firms which had previously used the deferral method of measurement"<sup>25)</sup> Die Ergebnisse sind lebhaft diskutiert worden. Insbesondere die nicht in dieselbe Richtung weisenden Resultate einer Studie von Dukes, Dyckman und Elliott<sup>26)</sup> können aber nicht als entgegengerichtete Evidenz dienen. Sie sind nämlich nicht auf kleinere Unternehmen beschränkt und enthalten erhebliche methodische Probleme bei dem Versuch, einander möglichst ähnliche Unternehmen für die Experimentalgruppe und die Kontrollgruppe der Beobachtungen zu finden.

Wenn die Einführung eines Aktivierungsverbots aus dem einen oder anderen Grunde zu einer Verringerung von Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen und zu einer Veränderung in der Zusammensetzung der Forschungs- und Entwicklungsprogramme führt, so darf von der Ermöglichung einer Aktivierung ein umgekehrter Impuls erwartet werden.

- 
- 23) B.N. Horwitz, R. Kolodny, The Economic Effects of Involuntary Uniformity in the Financial Reporting of R&D Expenditures, Journal of Accounting Research, Suppl., Vol. 18, 1980, S. 38-74, bes. S. 67ff.
- 24) J. Collins, Financial Reporting Methods and Management Decisions: An Empirical Examination of Information Inductance, Diss. Northwestern Univ. Evanston/Ill. 1978.
- 25) B.N. Horwitz, R. Kolodny, a.a.O., S. 45f.
- 26) R.E. Dukes, Th.R. Dyckman, J.E. Elliott, Accounting for Research and Development Costs: The Impact on Research and Development Expenditures, Journal of Accounting Research, Vol. 18, 1980, S. 1-26.

Die Gründe für das festgestellte Verhalten müssen wohl vor allem in der Bilanzpolitik gesucht werden. Unternehmer benutzen die Bilanz zur Darstellung der Lage ihres Unternehmens, Kapitalgeber als Ausgangspunkt ihrer Unternehmensbewertung. Beide Parteien agieren und reagieren dabei wechselseitig. Aktivierung von Forschungs- und Entwicklungsleistungen mit späterer Abschreibung erlaubt es ceteris paribus eher als eine sofortige Aufwandsverrechnung, einen Verlustausweis zu vermeiden und eine gleichmäßige Ergebnisentwicklung über die Zeit darzustellen.

An dem Verzicht auf Aktivierung haben diejenigen Interesse, die sich nicht mit der Prüfung sonst erforderlicher Bewertungs- und Abschreibungsfragen belasten sowie Unternehmen, die die volle Aufwandsverrechnung in der Entstehungsperiode erreichen wollen und verkraften können. Das Aktivierungsverbot unterstellt in konsequenter Anwendung des Realisations- und des Vorsichtsprinzips implizit, daß die Chance, Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen durch künftige Erlöse zu decken, geringer ist als bei jedem anderen Gegenstand des Anlagevermögens. Gleichzeitig wird z.B. das Bilanzierungsprinzip der periodengerechten Zuordnung von Aufwand und Ertrag als nachrangig angesehen. Die Zulassung der Aktivierung durch den Gesetzgeber würde anerkennen, daß die Vermutung künftiger Erfolglosigkeit widerlegt werden kann. Das könnte hilfreich sein für innovative Unternehmen in der Gründungs- und Startphase, für Unternehmen, die mit massiven Forschungs- und Entwicklungsanstrengungen einen Wandel ihrer Geschäftsstruktur herbeiführen wollen, sowie für etablierte Unternehmen unter der Belastung von Rezessionswirkungen. Hilfreich wäre dies auch für die Financiers solcher Unternehmen, deren Engagement nicht mit dem Bonitätsmakel belastet wäre, daß ihm kein aktivierungsfähiges Aktivum gegenüberstehe. Dem Denken in Sicherheiten würde ein Denken in Erfolgserwartungen gegenübergestellt.

Man kann nur schwerlich vermuten, daß die Partner eines Finanzierungsgeschäfts heute ähnliche Überlegungen berücksichtigen. Dagegen spricht, daß bei Durchsicht von 50 Vordrucken für Kreditwürdigkeits- oder Beteiligungsprüfungen nur selten überhaupt Raum gelassen war für Eintragungen, die nicht unmittelbar dem aktienrechtlichen Bilanzgliederungsschema entsprechen oder daraus abgeleitet sind, z.B. bei Mittelherkunfts- und Verwendungsrechnungen.

- e) Es könnte eine solche Knappheit risikobereiten Kapitals vorliegen, daß eine volkswirtschaftlich unerwünscht geringe Zahl von Innovationen realisiert werden. Diese Situation kann durch eine Marktverzerrung aufgrund staatlicher Förderung vergleichsweise risikoloser Sparformen herbeigeführt werden, wenn diese eine Rendite erreichen, die ohne Förderung nur durch risikoreiche Engagements zu erreichen gewesen wäre. Ein anderer Grund für solche Verzerrungen resultiert aus unterschiedlichen Steuerbelastungen von Eigen- und Fremdkapital. In beiden Fällen sind Wege zur Abhilfe bekannt.
- f) Im Unterschied zum etablierten Unternehmen mit ausgebautem Entwicklungsprogramm fehlen in der hier betrachteten Situation die Möglichkeiten eines internen Ausgleichs von Entwicklungs- oder Marktrisiken einzelner Projekte durch jeweils andere. Diesen Risikoausgleich kann der Kapitalgeber durch das Eingehen mehrere Engagements herbeizuführen versuchen.
- g) Ist der Wettbewerb um die Realisierung neuer Geschäftsideen durch die Bereitstellung von Eigenkapital beschränkt, so kann der Finanzierungsträger durch Zurückweisung oder Verzögerung von Innovationsfinanzierungen versuchen, sein Altengagement vor konkurrierenden Innovationen zu schützen. Er begrenzt sein Verlustrisiko, denkt also auch hier mehr in Sicherheiten als in Gewinnchancen.

### 3. Drei Möglichkeiten der Außenfinanzierung

#### 3.1. Deckung des Eigenkapitalbedarfs durch Aktienaussgabe

An erster Stelle wäre daran zu denken, Eigenkapital durch Ausgabe von Aktien zu erhalten. Der entscheidende Schritt liegt dabei weniger in der Gründung einer Aktiengesellschaft als in der Plazierung der Aktien. Schürmann<sup>27)</sup> hat auf folgende Probleme hingewiesen:

- a) Die Börseneinführung steht aufgrund der im Schutzinteresse des Publikums bestehenden Vorschriften nur etablierten Gesellschaften offen. Jungen Unternehmen entgeht damit auch die Chance, von Abschlußprüfern, Aufsichtsrat oder Gesellschaftern Informationen und gegebenenfalls Kritik entgegenzunehmen. Auch hier überwiegt das Sicherheitsdenken.
- b) Es kann allenfalls der Weg der Plazierung von Aktien unabhängig von Banken begangen werden, da diese sonst um ihr Standing zu fürchten hätten und vor dem Risiko der Prospekthaftung zurückschrecken. Neben der Privatplazierung wäre an Plazierungen durch Kapitalbeteiligungsgesellschaften zu denken. Wird dieser Weg aber beschritten, so muß für die Aktien auch ein staatlich überwachter Markt mit Preisfeststellung bereitgestellt werden. Dieser aber sei noch nicht etabliert.

Zur Entwicklung eines Marktes werden drei Vorschläge besprochen: Erleichterung des Zugangs zum Freiverkehr, Etablierung neuer Märkte für Wertpapiere junger Gesellschaften, Einrichtung eines Telefonverkehrs für Kapitalgeber einer Privatplazierung ohne regionale oder andere Beschränkungen. Die Einrichtung wenigstens des zuletzt genannten Marktes würde es erleichtern, in Zukunft die risikobereiten Anleger aufzuspüren, die bisher "von den Banken für derartige Emissionen nicht speziell erschlossen"<sup>28)</sup> sind.

---

27) W. Schürmann, Familienunternehmen und Börse, Emittieren - warum und wie? Wiesbaden 1980, S. 199-209.

28) Ebenda, S. 205

### 3.2. Erhöhung der Fungibilität anderer Anteilsrechte

Der "Sachverständigenrat" hält es für denkbar, daß GmbH- und KG-Anteile an Unternehmen entweder an neu einzurichtenden Märkten oder an bisherigen Börsen, unter Anpassung des Börsenrechts, gehandelt werden könnten<sup>29)</sup>. Neben dem Hinweis auf den durch Umfragen belegten Bedarf für einen solchen Markt und die Erfahrungen mit der Realisierung ähnlicher Vorschläge in England führt Albach als Argument für die geringeren Prospekt-, Informations- und Zulassungsanforderungen an, daß bei einer regionalen Organisation solcher Märkte die Anleger auf persönliche Erfahrungen und Kenntnisse bei der Anlageentscheidung zurückgreifen könnten<sup>30)</sup>. Eine bank- oder brokerähnliche Beratung wird, wie schon heute in anderen Fällen, durch Zeitschriften, Zeitungen, Berater oder auch die Banken selbst übernommen werden, weil das Publikum insgesamt kaum als sachkundig gelten kann. Gleichwohl wird auch der Hinweis von Albach durch eine andere Beobachtung bestätigt, wenn ihr auch die Warnung vor zu schneller Verallgemeinerung beigegeben ist: "...it's a truism in venture capital circles that one can easily find money for electronic-related ventures in Northern California, much of it from the people who made so much money with computer-related companies in the 1950s and 1960s"<sup>31)</sup>. Es können sich also spezifische, durch Fachkunde genährte und geographisch konzentrierte feedbacks ergeben.

---

29) Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Herausforderung von Aussen. Jahresgutachten 1979/80, Stuttgart, Mainz 1979, Tz. 367.

30) H. Albach, Kapitalausstattung und Entwicklung der Wirtschaft, Diskussionsarbeit 74, Institut für Gesellschafts- und Wirtschaftswissenschaften der Universität Bonn, Betriebswirtschaftliche Abteilung I, Bonn 1982, S. 39.

31) P. R. Payne, The Small High-Technology Firm. In: A. Gerstenfeld, R. Brainard, Technological Innovation: Government/Industry Cooperation, New York et al 1979, S. 104-110, Hier S. 104. Vgl. auch häufig anzutreffende regionale Beschränkungen in der Geschäftstätigkeit amerikanischer Wagnisfinanzierungsgesellschaften: R. Hartmann, Wagnisfinanzierung, München (1975), S. 107.

In technischer Hinsicht vermittelt die Aussicht auf Verbreitung von Bildschirmtext sowohl Erleichterungen bei den Dispositionen an neuen oder erneuerten Kapitalmärkten als auch beim Abruf von Beratungsangeboten für den Kapitalanleger. Die beiden bisher besprochenen Möglichkeiten der Eigenkapitalbeschaffung weisen in der Gründungsphase allerdings einen empfindlichen Mangel auf. Die Geschäftsidee wird aus Gründen des Konkurrenzschutzes nicht sehr ausführlich erläutert werden können, was Eigenkapitalgeber von einem Engagement abhalten wird. Insofern sind die besprochenen Möglichkeiten entweder nur für spätere Phasen im Leben des Unternehmens geeignet, für die Realisierung auf besondere Weise geschützter Geschäftsideen oder für Situationen, in denen die Übernahme von Beteiligungen oder Wertpapieren mit einem oder wenigen Partnern angestrebt wird. Diese können dann durchaus später eine breitere Plazierung anstreben. Damit ist dann grundsätzlich die im folgenden besprochene Lösungsmöglichkeit über Kapitalbeteiligungsgesellschaften eingeführt. Wir gehen aber davon aus, daß die Übernahme von Wertpapieren, die die Kapitalbeteiligungsgesellschaft unter das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften stellen würde, schon allein wegen der geringen Größe der Engagements nicht der typischen Situation entspricht.

### 3.3. Kapitalbeteiligungsgesellschaften

Hax bezeichnet Kapitalbeteiligungsgesellschaften als "Gesellschaften zur Förderung der Eigenfinanzierung" <sup>32)</sup>. Drei Typen von Kapitalbeteiligungsgesellschaften lassen sich unterscheiden: die zur Administrierung wirtschaftspolitischer, besonders regional-, struktur- oder entwicklungspolitischer Aufgaben errichteten Gesellschaften, die nach üblichen Kriterien der Risikoabsicherung arbeitenden Gesellschaften und die Wagnisfinanzierungsgesellschaften <sup>33)</sup>.

---

<sup>32)</sup> K. Hax, Kapitalbeteiligungsgesellschaften zur Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmungen, Köln, Opladen 1969, S. 15.

<sup>33)</sup> Vgl. ähnlich: E. Freyer, Die Kapitalbeteiligungsgesellschaft als Instrument der Wirtschaftspolitik, Frankfurt 1981, bes. S.22f.

Der erste Typ von Kapitalbeteiligungsgesellschaften wird im Rahmen der staatlichen Wirtschaftspolitik oder der Entwicklungspolitik unterstützend tätig. Er muß hier nicht betrachtet werden. Der zweite Typ weist i.d.R. eine einfache und allgemeine Aufgabenbeschreibung auf. So heißt es z.B.: "Gegenstand des Unternehmens ist die Übernahme von Beteiligungen aller Art, insbesondere auch in Zusammenarbeit mit den Sparkassen in Schleswig-Holstein"<sup>34)</sup>. Die Gesellschaften wollen regelmäßig nicht-emissionsfähigen Klein- und Mittelbetrieben Eigenkapital in Form von Minderheitsbeteiligungen auf Zeit zur Verfügung stellen. Aber: sie "betrachten es nicht als ihre Aufgabe, 'venture capital' zur Förderung von Produktionsreife und Kommerzialisierung technisch-organisatorischer Innovationen zur Verfügung zu stellen ..." <sup>35)</sup>. Auch dieser Typ von Gesellschaften interessiert hier nicht.

Der vom zweiten Typ ausgesparten Aufgabe sollen sich Wagnisfinanzierungsgesellschaften widmen. Ein Unternehmen (wie z.B. die Harrison Capital Inc., die Wagnisfinanzierungsgesellschaft von Texaco Inc.; es kann sich aber auch um den Fall des direkten Venture Management handeln <sup>36)</sup>), eine Gruppe von Privatpersonen (wie bei: Konsortium Verwaltungsgesellschaft für mittelständische Industriebeteiligungen mbH & Co) oder eine Gruppe von Banken (wie bei der Deutsche

---

34) "Satzung der Firma Schleswig-Holsteinische Kapital-Beteiligungsgesellschaft mbH mit dem Sitz in Kiel" vom 10. Juli 1972, §2.

35) H.W. Kimpel, Beteiligungsfinanzierung durch Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1976, S. 267-273.

36) Weitere Typenunterscheidungen stellt dar: K. Nathusius, Grundansatz und Formen des Venture Management, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 31. Jg., 1979, S. 507-526.

Wagnisfinanzierungs GmbH) errichten eine Gesellschaft, die sich der "Beteiligungsfinanzierung durch besonders risikobereites Eigenkapital" <sup>37)</sup> und der Bereitstellung von Beratungsleistungen für mittlere und kleine Unternehmen mit aussichtsreichen technischen Innovationen widmet. Zapp weist darauf hin, daß Wagnisfinanzierung "weit über die üblichen Dienstleistungen und Möglichkeiten des Bankgeschäfts hinaus(geht)" <sup>38)</sup>.

Erfolg oder Mißerfolg der Wagnisfinanzierungsgesellschaften hängen von einer Vielzahl von Gründen ab, von denen einige trägerunabhängig sind, andere aber trägerabhängig.

Zu den trägerunabhängigen Erfolgsbedingungen werden gezählt:

- das wirtschaftspolitische, steuerliche und gesellschaftliche Umfeld,
- die Intensität und Zuverlässigkeit der Antragsprüfungen,
- die Möglichkeiten zur Wiederveräußerung der Beteiligungen <sup>39)</sup>,
- die Höhe der Beteiligungen <sup>40)</sup>,
- die Konkurrenz der Banken bei der Fremdfinanzierung,
- die Stärke der Aversion mittelständischer Unternehmer gegen fremde, besonders gegen institutionelle Gesellschafter,
- die Unkenntnis von den Möglichkeiten der Wagnisfinanzierung <sup>41)</sup>.

---

<sup>37)</sup> H. Zapp, Zur Finanzierung von Erfindern und Innovationen, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Bd. 59, 1979, S. 66-72. Vgl. auch: A.A. Stoehr, Wagnisfinanzierung, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1976, S. 310-316; R. Hartmann, a.a.O., S 74.

<sup>38)</sup> H.Zapp, a.a.O., S. 72.

<sup>39)</sup> Nach Freyer, a.a.O., S. 67, zog sich deshalb die European Enterprises Development Company vom deutschen Markt zurück.

<sup>40)</sup> "Sehr kleine Beteiligungen (z.B. unter 500 000,-) sind wegen des Mißverhältnisses zwischen dem möglichen

Bei den trägerabhängigen Erfolgsbedingungen zeigt sich, daß kritische Punkte der von einem Unternehmen über eine Wagnisfinanzierungsgesellschaft aufgebauten Engagements dann erreicht werden, wenn deren Produkte auf eine integrale Qualität abzustimmen sind oder wenn die Engagements in das Unternehmen eingegliedert werden sollen <sup>42)</sup>. Dieser Situation kann der Ideenträger umso weniger entgehen, je erfolgreicher er seine Idee entwickelt, je weniger er durch Innenfinanzierung oder eigene Mittel dem dadurch wachsenden Finanzbedarf entsprechen kann oder die mit der Unternehmensgröße wachsenden Managementprobleme beherrscht. Kritische Punkte der von Banken begründeten Wagnisfinanzierungsgesellschaften sieht man, zum Teil an spezifische institutionelle Gegebenheiten angelehnt, in einer Orientierung des Management an weniger risikofreudigen, üblichen bankgeschäftlichen Standards <sup>43)</sup> im relativ späten Zeitpunkt einer Beteiligung, in der Beschränkung auf größere Engagements zur Erleichterung der Kontrollaktivitäten und zur leichteren Abdeckung der Kosten der Managementberatung, schließlich in der Furcht der Ideenträger vor der Verletzung ihres technischen Informationsvorsprungs durch Prüfer und Gutachter, deren Kreis ihnen nicht überschaubar und geschlossen erscheint. Diese Prüfungen müssen aber schon in Ermangelung dinglicher Sicherheiten besonders intensiv vorgenommen werden.

---

Beteiligungsertrag und dem Aufwand für Prüfung, Überwachung sowie Beratung meist unwirtschaftlich" :  
W. Vallenthin, Kapitalbeteiligungsgesellschaften,  
Handwörterbuch der Finanzwirtschaft, Stuttgart 1976,  
Sp. 1021-1028, hier Sp. 1023. Vgl. K. Hax, a.a.O., S. 58.

41) K.H. Faselow, Das Eigenkapital muß stimmen, Blick durch die Wirtschaft, 13. Mai 1982.

42) K. Brockhoff, Produktpolitik, Stuttgart 1981, S. 184f.

43) Vgl. Internationales Institut für Management und Verwaltung, Innovationsorientierte Regionalpolitik, Zwischenbericht zum Forschungsbericht MF PRS 77/19, Berlin 1978, S. 98. Dagegen meint K.-H. Faselow, a.a.O.: "Vom 'Risikokapital' darf letztlich nicht nur das 'Risiko' verbleiben".

Bei Wagnisfinanzierungsgesellschaften in privater Trägerschaft scheint neben dem zuletzt genannten Argument auch bedeutsam, ob sie ggf. die Kraft zur Stärkung ihrer Engagements haben und auch Fehlschläge ohne Beeinträchtigung ihrer Existenz überstehen. Zeitweise Schwierigkeiten in den USA wurden auf eine kurze Formel gebracht: "Much of the present trouble can be laid to past excesses - of enthusiasm and of money" <sup>44)</sup>. Die Kraft des Engagements hängt u.a. davon ab, in welcher Form sich die Gesellschaft refinanziert. Die Wahl wird stark von steuerlichen oder rechtlichen Bedingungen abhängen <sup>45)</sup>. Empfehlungen für das Aktivgeschäft durch Banken werden mit besonderer Vorsicht betrachtet, um nicht in die Rolle eines das Bankengagement rettenden Sanierungsträgers zu gelangen <sup>46)</sup>.

Für den Investor kann das Engagement in einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft aus drei Gründen interessant sein: Die Gesellschaft kann die notwendige Sachkunde zur Beurteilung ihrer Beteiligungen und zur Bereitstellung von Managementkapazität ermöglichen, sie kann einen Risikoausgleich über mehrere Engagements bieten und sie erlaubt auch kleinere Einlagen, als für ein einzelnes Engagement verfügbar gemacht werden müssen. Gerade der letztgenannte Aspekt erlaubt die Mobilisierung risikobereiten Kapitals bei einem breiten Publikum.

Diese Mobilisierung eines breiten und in Beurteilung wirtschaftlicher oder technischer Fragen häufig unerfahrenen Publikums birgt die Gefahr in sich, daß aufgrund von Fehlschlägen sich der Ruf nach besonderer Kontrolle publikums-offener Kapitalbeteiligungsgesellschaften erhebt. Dem könnte

---

44) o.V., A chill grips high-tech venture money, Business Week, 23.8.1982, S. 57-58, hier S. 58.

45) Vgl. den Hinweis auf Abschreibungsgesellschaften oder schweizerische Aktiengesellschaften bei Freyer, a.a.O., S. 67f.

46) Ebenda, S. 74, mit Hinweis auf den Geschäftsbericht 1975 von Konsortium.

durch strenge Regulierung und hohe Publizitätsanforderungen vorzubeugen versucht werden. Diese Idee lag dem "Entwurf eines Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften" zugrunde <sup>47)</sup>. Erkennt man dagegen die Möglichkeit eines Ausgleichs zwischen Regulierungsintensität und Gewinnerwartung, so könnten die Gesellschaften ohne besondere Regulierung bleiben. Sie müssen dann aber den risikoreichen Charakter der Anlage deutlich erkennbar werden lassen. So heißt es im Prospekthaftungshinweis einer Gesellschaft: "Es wird ausdrücklich darauf hingewiesen, daß die Gesellschafter an den Chancen und Risiken dieser Beteiligungen teilnehmen und dadurch ein wirtschaftliches Engagement eingehen, dessen Endergebnis nicht von vornherein feststehen kann" <sup>48)</sup>.

Vermeidung von Fehlschlägen könnte dadurch erreicht werden, daß sich ein geschlossener Kreis sachkundiger Gesellschafter einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft in Auswahl und Beratung einschaltet. Dies kann als Nebentätigkeit, d.h. mit sehr beschränktem zeitlichen Einsatz, erfolgen. Die Nebentätigkeit trägt zugleich zur Senkung der Fixkosten der Kapitalbeteiligungsgesellschaft bei. Wird die Nebentätigkeit marktmäßig entlohnt, so sind auch Mischformen von Gesellschaften denkbar, in denen nur ein Teil der Kapitalgeber zu solchen Beratungen zur Verfügung steht. Dieser Weg verspricht nur dann zum Ziel zu führen, wenn die Befürchtung eines staatlichen Zugriffs auf inländische Vermögensbestände vermieden wird, wenn Nebentätigkeiten nicht unter Neidaspekten diskriminiert werden und der Ruhestand nicht als Beschränkung auf reine Konsumaktivitäten verstanden wird.

---

<sup>47)</sup> Deutscher Bundestag, Drucksache VI/3614 von 1972.

<sup>48)</sup> Gesellschaft für Unternehmensbeteiligungen mbH & Co KG, Frankfurter Beteiligungsgemeinschaft 1981, S. 14.

#### 4. Schluß

Die Innovationsfinanzierung stellt insbesondere in der Gründungs- und in der Startphase von Unternehmen einen Engpaß dar. Er läßt sich auf Grundprobleme zurückführen, die zwar nicht voll zu beseitigen sind aber doch gemildert werden können. Wir haben auf die Möglichkeit einer Aktivierung eigener Forschungs- und Entwicklungsleistungen hingewiesen, die einen der Ansatzpunkte für eine Verstärkung des Denkens in Ertragserwartungen statt in gegenständlichen Sicherheiten bilden könnte. Schließlich wurden drei der Möglichkeiten zur Eigenkapitalbeschaffung angesprochen, von denen insbesondere ein Ausbau der Tätigkeit von Kapitalbeteiligungsgesellschaften als ein interessanter Weg angesehen wird.