

Albach, Horst; Köster, Dieter

Working Paper

Risikokapital in Deutschland

WZB Discussion Paper, No. FS IV 97-17

Provided in Cooperation with:

WZB Berlin Social Science Center

Suggested Citation: Albach, Horst; Köster, Dieter (1997) : Risikokapital in Deutschland, WZB Discussion Paper, No. FS IV 97-17, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung (WZB), Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/51175>

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.



WISSENSCHAFTSZENTRUM BERLIN
FÜR SOZIALFORSCHUNG

SOCIAL SCIENCE RESEARCH
CENTER BERLIN

discussion papers

FS IV 97 - 17

Risikokapital in Deutschland

Horst Albach
Dieter Köster

September 1997

ISSN Nr. 0722 - 6748

**Forschungsschwerpunkt
Marktprozeß und Unter-
nehmensentwicklung**

**Research Area
Market Processes and
Corporate Development**

Zitierweise/Citation:

Horst Albach, Dieter Köster, **Risikokapital in Deutschland**, Discussion Paper FS IV 97 - 17, Wissenschaftszentrum Berlin, 1997.

Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung gGmbH,
Reichpietschufer 50, 10785 Berlin, Tel. (030) 2 54 91 - 0

ZUSAMMENFASSUNG

Risikokapital in Deutschland

von Horst Albach und Dieter Köster

In der Studie wird der deutsche Risikokapitalmarkt analysiert. Die Analyse geht von der These aus, daß durch eine Verbesserung der Finanzstruktur von Unternehmen positive Effekte für den Arbeitsmarkt zu erwarten sind. Finanzierungsprobleme sind häufig Ursache für das Scheitern insbesondere junger Technologieunternehmen, aber der Verfall der Renditen führt auch bei etablierten Unternehmen zu einer verringerten Ausstattung mit Eigenkapital und damit zu einer Erhöhung des Unternehmensrisikos. Die Studie weist auf die Probleme hin, welche bisher eine effiziente Aufnahme und Anlage von Risikokapital verhindern. Neben den steuerlichen Nachteilen gibt es eine Reihe von Problemen, welche sich auf der Angebots- wie auf der Nachfrageseite des Marktes ergeben. Für den Zugang von mittelständischen Unternehmen zum Kapitalmarkt wird die Schaffung eines Spezialmarktes für die Bereitstellung von Risikokapital für junge Unternehmen in der Expansionsphase vorgeschlagen. Die Untersuchung schließt mit einer Übersicht zur Situation des deutschen Risikokapitalmarktes.

ABSTRACT

Venture Capital in Germany

This paper analyzes the German venture capital market on the assumption that an improvement of the financial structure of enterprises will have a positive effect on the labor market. Financing problems are often responsible for the failure of - especially young - technology enterprises, however, a decline in earnings decreases equity capitalization and so increases the business risk to established enterprises. The paper points to problems hindering efficient borrowing and investment of venture capital. Next to tax disadvantages there are several problems located on the supply and demand side of the market. For an access of small and medium-sized firms to the capital market the creation of a special market is suggested, which would make venture capital available to young enterprises at the growth stage. The paper concludes with an overview of the actual German venture capital market.

Inhalt

A. Einleitung	1
B. Beschäftigung und Finanzierung	1
C. Die steuerliche Behandlung von Risikokapital	3
D. Venture Capital in Deutschland	5
E. Mobilisierung von Risikokapital	6
F. Übersicht zur Situation des Risikokapitalmarktes in Deutschland	12
1 Situation	12
1.1 Risikokapitalsituation deutscher Unternehmen	12
1.1.1 Die Daten der Bundesbank	12
1.1.2 Die Daten der Creditreform	13
1.1.3 Die Angaben der Berliner Wertpapierbörse	13
1.1.4 Japan und Deutschland im Vergleich: Die Untersuchung von Andreas Moerke	14
1.2 Situation des deutschen Venture Capital-Marktes	14
1.3 Programme der staatlichen Eigenkapitalfinanzierung	15
2 Nachfrage und Angebot auf dem Markt für Risikokapital	17
2.1 Nachfrage: Daten und Probleme	17
2.2 Angebot: Daten und Probleme	18
2.3 Das Beteiligungskapitalangebot für junge Technologieunternehmen (JTU) in den neuen Bundesländern - Hemmnisse bei Beteiligungen an JTU in den NBL	24
3 Das Gesetz über die kleine Aktiengesellschaft	25
3.1 Aktiengesellschaften im Allgemeinen	25
3.2 Kleine Aktiengesellschaften	26
4 Going Public mit Banken und Nichtbanken	26
4.1 Probleme beim Going Public mit Banken	26
4.2 Analyse der Neuemissionen in den letzten Jahren	29
4.3 Neuemissionen im Freiverkehr	30
4.4 Die Gründe, warum sich die Nicht-Banken nicht durchsetzen konnten	31
4.5 Die Ideen der Börsen	32
4.5.1 Berliner Wertpapierbörse	32
4.5.2 Bremer Wertpapierbörse	33
4.5.3 EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotations)	34
4.5.4 Sonstige	35
4.5.4.1 Nouveau Marché Paris	35
4.5.4.2 Börsenzentrum Leipzig	35
4.5.4.3 Zeus-Modell der Deutsche Börse AG	36
4.6 Aktien per Internet	36

5 Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalquote	37
6 Lösungsansätze	38
6.1 Vorschläge aus dem Papier des Bundesverbandes deutscher Banken	38
6.2 BMWi: Bericht der Ressortarbeitsgruppe "Risikokapital für Existenzgründer und mittelständische Unternehmen"	39
6.3 Die Vorschläge aus dem ZEW-Gutachten	41
6.4 Vorschläge des Deutschen Aktieninstitutes e.V.	42
6.5 Gutachten über Möglichkeiten zur Verbesserung der institutionellen Rahmenbedingungen für Unternehmensbeteiligungsgesellschaften	43
6.6 Förderung der Anleger und Investoren im Zusammenhang mit Kapitalbeteiligungs- und Venture Capital-Gesellschaften	44
G. Anlagen	46
1. Tabelle: Neuemissionen in den Jahren 1993 - 1995 (Geregelter Markt und Amtlicher Handel)	47
2. Graphik: Häufigkeitsverteilung der Kursveränderung nach 6 Monaten (Geregelter Markt und Amtlicher Handel)	48
3. Tabelle Neuemissionen im Freiverkehr (soweit ermittelt)	49
4. EASDAQ: The Shareholders	50
5. EASDAQ: The Board of Directors	51
6. ZEW-Gutachten, S. 144 ff.: Handlungsempfehlungen zur Verbesserung des Zugangs für mittelständische Unternehmen und Unternehmensgründer zum Kapitalmarkt - geordnet nach Prioritäten und Wirkungsgrad	52
7. Tabelle und Graphiken: Bonner Stichprobe: Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalquote	54
H. Literaturverzeichnis	57

A. Einleitung

Der Beschäftigungsabbau bei den großen Unternehmen in Deutschland hält an. Eine Halbierung der Anzahl der Arbeitslosen bis zum Jahre 2000 - so das Ziel der Bundesregierung - wird daher von den mittelständischen Unternehmen und insbesondere von der Gründung von neuen Unternehmen erwartet. Im Jahre 1995 wurde daher eine "Offensive für mehr Selbständigkeit" beschlossen. Eine Ressortarbeitsgruppe unter der Leitung des Bundesministers für Wirtschaft hat in diesem Zusammenhang im Januar 1996 einen Bericht über "Risikokapital für Existenzgründer und mittelständische Unternehmen" vorgelegt. Im April 1996 hat die Arbeitsgruppe Risikokapital des ad hoc-Arbeitskreises "Technologiepolitik" der Wirtschaftsminister und -senatoren der Länder Handlungsempfehlungen zur "Verbesserung der Risikokapitalausstattung für innovative Existenzgründungen und junge Technologieunternehmen" unterbreitet. Die Empfehlungen zielen bei aller Verschiedenheit der Akzentsetzung darauf ab, die steuerliche Benachteiligung der Anlage in Risikokapital abzubauen. Im folgenden wird zu der Frage, welche Bedeutung die Ausstattung mit Risikokapital junger Unternehmen für den Abbau der Arbeitslosigkeit hat, Stellung genommen. Dabei wird nicht nur auf die steuerliche Behandlung von Risikokapital eingegangen, sondern auch die Frage behandelt, wie ein Kapitalmarkt für Risikokapital in Deutschland beschaffen sein könnte.

B. Beschäftigung und Finanzierung

Sowohl in Ostdeutschland als auch in Westdeutschland ist der Gründungssaldo, also die Differenz zwischen der Anzahl der Gewerbeanmeldungen und der Anzahl der Gewerbeabmeldungen nach wie vor positiv. Allerdings ist er rückläufig, in jüngster Zeit sogar in erschreckender Weise. Ein positiver Gründungssaldo bedeutet aber nicht notwendigerweise ein Mehr an Arbeitsplätzen. Wenn bei einer Gewerbeabmeldung mehr Arbeitsplätze wegfallen als durch eine Gewerbeanmeldung hinzukommen, ist der Beschäftigungseffekt aus dem Gründungsgeschehen sogar negativ. Gegenwärtig ist aber auch der Beschäftigungssaldo noch positiv. Die Beschäftigungsgewinne sind jedoch sehr gering geworden. Soll mit einer "Offensive für mehr Selbständigkeit" das Beschäftigungsproblem gelöst werden, bedarf es also sowohl einer Offensive für mehr Unternehmensgründungen als auch einer Offensive für weniger Gewerbeabmeldungen.

Der Zusammenhang zwischen der Schaffung von Arbeitsplätzen durch Existenzgründer und den Finanzierungsmöglichkeiten ist durch Untersuchungen hinlänglich belegt. Durch Eigenkapitalhilfeprogramme des Bundes und der Länder wird versucht, die Eigenkapitalücke der gründungswilligen Unternehmer zu schließen. Die Untersuchungen zeigen, daß diese Programme Unternehmensgründungen ermöglichen, die andernfalls unterbleiben würden, und daß Unternehmensgründungen zu einem früheren Zeitpunkt erfolgen, als

das ohne diese Programme der Fall wäre. Da die mit staatlichen Mitteln geförderten Existenzgründer sorgfältiger planen müssen als andere, ist auch ihr Gründungserfolg größer, die ihnen entsprechende Rate der Gewerbeabmeldungen kleiner.

Es bedarf allerdings auch in den Fällen staatlicher Eigenkapitalförderung eines gewissen Eigenkapitals der Gründer. Ist dieses nicht oder nicht ausreichend vorhanden, was in den neuen Bundesländern vielfach der Fall ist, müßte die Finanzierungslücke durch Bankkredite geschlossen werden. Diese aber werden nicht ohne Sicherheiten bereitgestellt.

Wichtiger noch als die Lösung der Finanzierungsprobleme von Existenzgründern scheint, daß die hohe Anzahl an Gewerbeabmeldungen gesenkt wird. Freilich darf nicht übersehen werden, daß Gewerbeabmeldungen auch erfolgen, weil die Managementfähigkeiten der Unternehmer sich als doch nicht ausreichend erweisen, die Geschäftsidee doch nicht so neu ist wie erhofft und der Wettbewerb auf dem Markt doch härter ist als erwartet. Aber in einer großen Zahl von Fällen sind es Finanzierungsprobleme, die zu den Schwierigkeiten junger Unternehmen führen. Wenn ein junges Unternehmen mit seiner Geschäftsidee Erfolg gehabt hat und expandieren will, muß es vielfach feststellen, daß die staatlichen Mittel, die es bei der Gründung erhalten hat, aufgebraucht sind, die selbsterwirtschafteten Mittel zur Finanzierung der Expansion nicht ausreichen und die Banken nicht bereit sind, die erforderlichen Mittel zur Verfügung zu stellen. Da die staatlichen Existenzförderprogramme mit einer Ausnahme nicht zur Finanzierung von Marketing und Vertriebsanstrengungen herangezogen werden können und auch die Banken derartige Ausgaben nicht mit Krediten finanzieren, scheitert die weitere Expansion vielfach gerade in dem Zeitpunkt, in dem sich das Unternehmen am Markt durchgesetzt hat. Die Entwicklung neuer Patente, die Aufrechterhaltung alter und der Ausbau des Vertriebssystems erfordern erhebliche finanzielle Mittel. Da es sich um die Finanzierung laufender Ausgaben und um die Investition in immaterielles Vermögen handelt, ist die Bereitschaft der Kreditinstitute im allgemeinen gering, diesen Finanzierungsbedarf durch Kredite zu decken. Auch Kapitalbeteiligungsgesellschaften sehen es nach allgemeinem Urteil nicht als ihre Hauptaufgabe an, derartige Finanzierungen zu übernehmen. Allemal sind die Liquiditätsabflüsse aus den Unternehmen, die bei der Aufnahme von Kapitalbeteiligungsgesellschaften als Partner eintreten, so hoch, daß Unternehmen lieber auf einen solchen Partner verzichten. Die gegebenen Wachstumschancen werden daher vielfach nicht genutzt, und nicht selten kommt es zu Finanzierungsschwierigkeiten, die den Bestand des Unternehmens gefährden.

Bei den etablierten mittelständischen Unternehmen ist der Zusammenhang zwischen Beschäftigung und Finanzierung nicht so unmittelbar und direkt ersichtlich wie bei Existenzgründern und jungen erfolgreichen Unternehmen. Im allgemeinen sind die Kreditinstitute durchaus bereit, Investitionen für die Erhaltung und die Schaffung von Arbeitsplätzen mit Krediten zu begleiten, solange die Rentabilität des Unternehmens gesichert erscheint. Der Abfall der Renditen in den letzten 10 Jahren hat jedoch einerseits

die Bereitschaft der Banken, Kredite zu vergeben, gedrückt, vor allem aber auch die Bereitschaft der Unternehmen erheblich gemindert, sich weiter zu verschulden. In einer solchen Situation ist natürlich auch die Verbesserung der Kapitalstruktur durch Aufnahme von Beteiligungskapital von außen ein praktisch nicht gangbarer Weg. Es darf also nicht übersehen werden, daß die Beschäftigungsprobleme in Deutschland primär ein Problem der Renditen der Unternehmen und nur sekundär ein Problem der Ausstattung der Unternehmen mit Risikokapital sind. Wie eng der Verfall der Eigenkapitalquoten mit dem Verfall der Eigenkapitalrenditen bei deutschen Unternehmen zusammenhängt, macht die folgende Abbildung deutlich, die die Entwicklung bei börsennotierten deutschen Industrieaktiengesellschaften zeigt. Seit 1988 scheint der Zusammenhang allerdings durchbrochen: Die Unternehmen beantworten den Renditeverfall mit dem Versuch der Kapitalkonsolidierung durch Zurückhaltung bei den Investitionen oder sie werden von den Kreditinstituten zu einem solchen Verhalten veranlaßt.

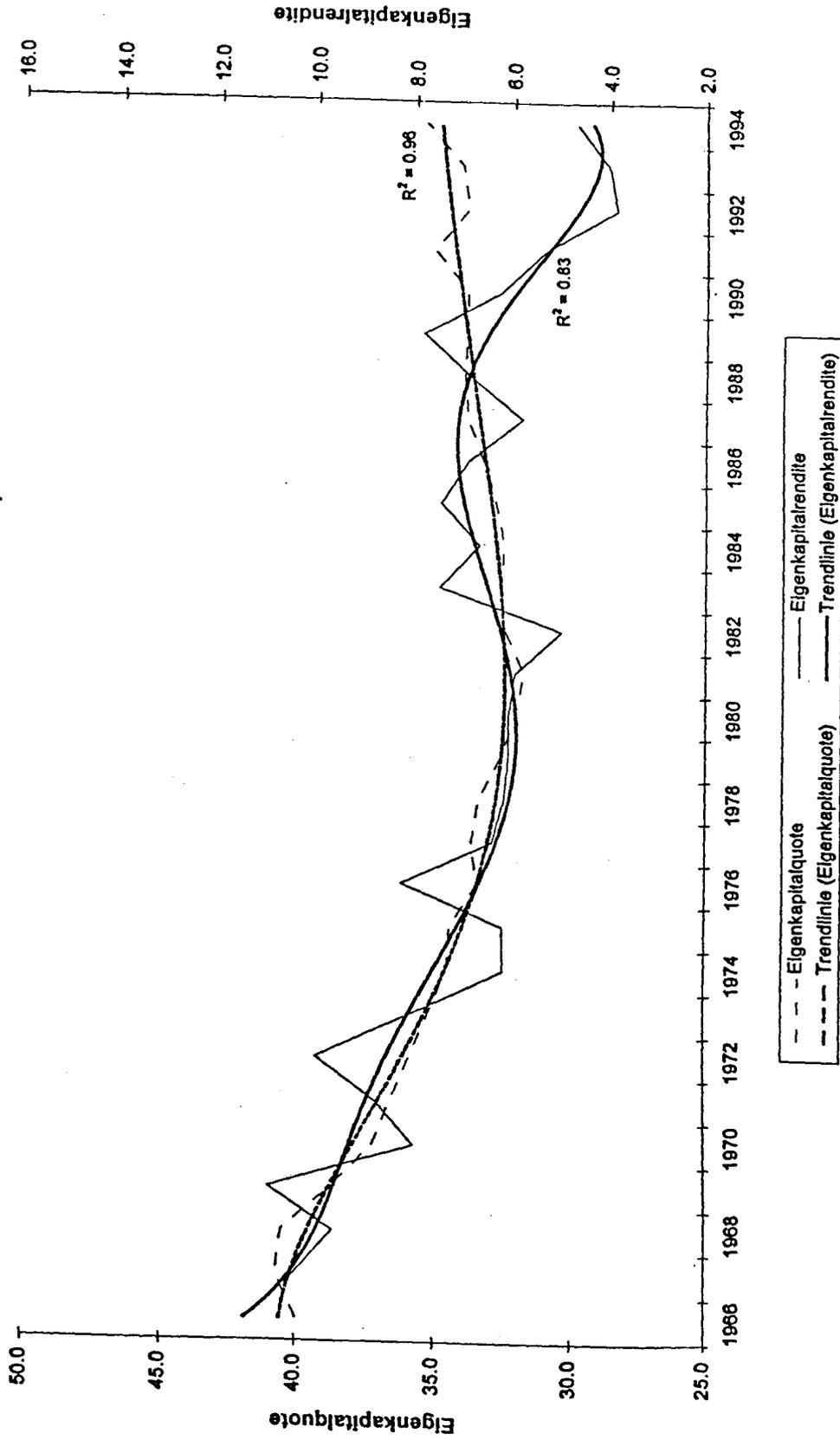
C. Die steuerliche Behandlung von Risikokapital

Bisher wurde die Finanzierung mit Eigenkapital steuerlich benachteiligt. Wenn mit der geplanten Unternehmenssteuerreform die Belastung der Unternehmen mit Gewerbesteuer und mit Vermögensteuer wegfällt, ist ein wesentlicher Schritt zur Gleichstellung von Eigen- und Fremdkapital getan. Dies gilt auch für junge und mittelständische Unternehmen, bei denen im allgemeinen die Freigrenzen deutlich überschritten werden.

Die hohe Ertragsteuerbelastung und die Belastung mit Gewerbeertragsteuer schränken natürlich die Möglichkeiten der Selbstfinanzierung von Unternehmen erheblich ein. Hier spielt auch die Entlastung durch die gestaffelten Steuermeßzahlen für den Gewerbeertrag praktisch keine Rolle.

Entscheidet sich ein Unternehmen zum Gang an die Börse, dann unterliegt ein Veräußerungsgewinn des Unternehmers bzw. Mitunternehmers, der einen Anteil an dem Unternehmen veräußert, der Einkommensteuer, wenn auch mit dem halben Satz. Die Freibeträge spielen in allen hier relevanten Fällen keine Rolle. Die Besteuerung des Veräußerungsgewinns verstärkt den Wunsch des Unternehmers "Herr im Hause" zu bleiben und, soweit er eine Kapitalbeteiligungsgesellschaft aufgenommen hatte, deren Anteile später zum Nennwert zurückzukaufen, wie es gegenwärtig vielfach geschieht. Die Unternehmer scheuen auch die höhere Erbschaftssteuer, die sich ergibt, wenn nicht die Werte nach dem Stuttgarter Verfahren, sondern die Börsenkurse der Anteile an ihrem Unternehmen die Steuerbemessungsgrundlage bilden.

Eigenkapitalquote und Eigenkapitalrendite deutscher Industriekapitalgesellschaften - Bonner Stichprobe
 (Mittelwerte in % und Trendlinien)



Nicht nur die steuerliche Behandlung des Unternehmers, sondern auch die steuerliche Behandlung des Anlegers erschwert die Aufnahme von Risikokapital durch die Unternehmen.

Im allgemeinen werden heute Formen der mittelbaren Beteiligung gewählt, um anlageberechtigtes Risikokapital jungen Unternehmen zuzuführen.

Venture Capital Fonds in der Form der Personengesellschaft werden steuerlich als Gewerbebetriebe behandelt. Die Veräußerungsgewinne unterliegen daher der Einkommensteuer. Folglich hat auch ein privater Anleger, dessen Veräußerungsgewinne auf Aktien gegenwärtig noch steuerfrei sind, in diesem Falle Einkommensteuer auf den Veräußerungsgewinn zu zahlen.

Eine steuerliche Benachteiligung des Anlegers gegenüber der Direktbeteiligung tritt dann nicht ein, wenn der Anleger seine Mittel einer Kapitalanlagegesellschaft zuführt. Bei dieser Anlageform wird der Anleger so behandelt, als habe er sich direkt an dem Fonds beteiligt. Da die Kapitalanlagegesellschaften aber nur in verbriefte Beteiligungen investieren dürfen, und hier nur bis zu maximal 10 % des stimmberechtigten Kapitals, scheidet diese Anlageform für die Beschaffung von Risikokapital für junge bzw. mittelständische Unternehmen praktisch aus.

D. Venture Capital in Deutschland

Es wundert bei dieser steuerlichen Benachteiligung von Risikokapital nicht, daß der deutsche Venture Capital Markt sich bisher als wenig effizient zur Beschaffung von Risikokapital für die Unternehmen erwiesen hat. Insgesamt machten die Investitionen der deutschen Kapitalbeteiligungsgesellschaften im Jahre 1994 DM 5,3 Milliarden aus. Die Summe wurde in 2.780 Unternehmen angelegt. Nur 9% dieser Summe entfielen auf die Finanzierung von Unternehmensgründungen, aber immerhin rund 65% der Mittel dienten der Finanzierung der Geschäftsausweitung von erfolgreichen mittelständischen Unternehmen durch Sachinvestitionen. Die Kapitalbeteiligungsgesellschaften refinanzieren sich überwiegend bei Banken.

Während für die privaten Anleger die nachteilige steuerliche Behandlung von Anlagen in Risikokapital ausschlaggebend für ihre Zurückhaltung zu sein scheint, spielt die Risikoscheu bei den traditionellen institutionellen Anlegern in Deutschland offenbar die entscheidende Rolle.

Lebensversicherungen dürfen zwar in Beteiligungen bis zu einer bestimmten Höchstgrenze investieren, nutzen diesen Spielraum aber nicht aus. Ihnen ist die Anlage der Mittel in Risikokapital zu unsicher. Von Versicherungsgesellschaften und auch von

Pensionskassen wird daher eine nennenswerte Beteiligung an der Bereitstellung von Risikokapital nicht erwartet. Das wird sich jedoch hoffentlich in Zukunft ändern.

Auch Kreditinstitute spielen bei der Bereitstellung von Risikokapital praktisch keine Rolle. Sie halten nur rund 10% des gesamten Aktienbesitzes in Deutschland. Sie führen keine Emissionen für risikoreiche junge Unternehmen durch, weil sie die Haftung aus der Anlageberatung sowie die Prospekthaftung scheuen. Entscheidend ist es daher, die Möglichkeiten für die Bereitstellung von Risikokapital durch private Anleger zu verbessern. Bisher führen die Kapitalbeteiligungsgesellschaften nur 12,9% ihrer abfließenden Beteiligungen der Börse zu. Dieser Anteil könnte bei entsprechenden Regelungen erheblich gesteigert werden. Wertpapiere, die weder zum amtlichen Handel noch zum geregelten Markt zugelassen sind, können im Freiverkehr gehandelt werden. In den Jahren 1993 und 1994 sind nach Angaben der Deutsche Börse AG sechs Emissionen in dem Freiverkehrsegment der Deutschen Börse AG vorgenommen worden. Selbst wenn diese Angaben nicht vollständig sein sollten, muß die Anzahl der Neuemissionen in diesem Segment als unbedeutend bezeichnet werden. Dies wird auch damit begründet, daß über die Zulassung zum Freiverkehrsegment überwiegend Vertreter von Kreditinstituten entscheiden, da für dieses Segment die Vorschrift des Börsengesetzes nicht gilt, wonach der Zulassungsausschuß nur zur Hälfte mit Vertretern von Banken besetzt sein darf.

E. Mobilisierung von Risikokapital

Über die Notwendigkeit, die steuerliche Benachteiligung der Aufnahme von bzw. der Anlage in Risikokapital zu beseitigen, besteht heute weitgehend Konsens. Entscheidend ist, bei der Beseitigung dieser Nachteile die Anreize für Unternehmer wie Anleger richtig zu setzen.

Der Unternehmer wird seinen "Herr im Hause"-Standpunkt um so eher aufgeben, je vorteilhafter für ihn die Aufnahme von Gesellschaftern ist und je sicherer es ist, daß die Ansprüche dieser Gesellschafter nicht zu erheblichen Liquiditätsabflüssen im Unternehmen führen. Die Aufnahme von Gesellschaftern ist dann besonders vorteilhaft, wenn die teilweise Veräußerung der Anteile nicht zur Belastung mit Steuern führt. Daher ist die Steuerfreiheit des Veräußerungsgewinns beim Unternehmer notwendige Voraussetzung für die Bereitschaft, zusätzliches Risikokapital aufzunehmen. In den Statuten kann im übrigen gesichert werden, daß Minderheitsgesellschafter nicht direkt auf die Geschäftsführung einwirken.

Zu größeren Liquiditätsabflüssen kommt es dann nicht, wenn der Investor vor allem auf die Wertsteigerung seiner Anlagen und weniger auf die laufenden Ausschüttungen schaut. Es setzt eine funktionsfähige Bewertung der Gesellschaftsanteile voraus. Eine

solche Bewertung ist durch den Kapitalmarkt vorzunehmen. Bei kleinem Marktvolumen wird eine Bewertung durch Unternehmensberater bzw. Wirtschaftsprüfer hinzukommen müssen.

Der Anleger wird eine Anlage in Risikokapital um so eher tätigen, je höher die Rendite und je sicherer die Anlage ist. Die Rendite wird von den laufenden Ausschüttungen und von dem Veräußerungsgewinn der Anlage bestimmt. Sind die Ausschüttungen wie gewünscht niedrig, ist der Veräußerungsgewinn entscheidend. Die Steuerfreiheit des Veräußerungsgewinns ist daher wichtig und ein entscheidender Anreiz für die Anlage in Risikokapital. Anlagen in neugegründeten bzw. sehr jungen Unternehmen sind besonders riskant. Es bedarf daher einer Risikostreuung durch eine Kapitalsammelstelle, um das Risiko auf das für den Investor akzeptable Niveau zu begrenzen. Das erfordert die Bildung von Venture Capital Fonds, die die Anteile mehrerer neugegründeter und junger Unternehmen halten. Wenn für diese Fonds das Transparenzprinzip gilt, daß sie also steuerlich so behandelt werden, als erfolge eine Direktanlage bei den Unternehmen, dann wird das Streben nach größerer Sicherheit der Anlage durch Risikostreuung nicht durch steuerliche Nachteile behindert. Das Risiko für den Anleger kann auch dadurch begrenzt werden, daß der Anleger die Fondsunternehmen und ihre Unternehmer persönlich kennenlernt. Das ist innerhalb Deutschlands unschwer möglich. Ein derartiges Management der Investor Relations ist von dem Fondsunternehmen, das die Beteiligung an dem Unternehmen hält, zu übernehmen. Verfügt das Fondsunternehmen über eine Beratungsabteilung, die mindestens einmal jährlich Prüfungsberichte über die Entwicklung des Unternehmens erstellt und diese den an der Anlage im Fonds interessierten Anlegern zur Verfügung stellt, dann kann das Anlagerisiko für den Anleger weiter verringert werden. Derartige Formen der Begleitung von jungen Unternehmen durch ein Angebot von Beratung und Finanzierung aus einer Hand haben sich nicht nur in den Vereinigten Staaten von Amerika, sondern z. B. auch in Finnland bewährt. Der berechtigten Sorge des Unternehmers vor Spionage durch Konkurrenten muß bei der Erstellung von Berichten für Anleger allerdings Rechnung getragen werden.

Während in der Gründungsphase die Probleme der Mobilisierung von Risikokapital durch steuerliche Anreize und die Schaffung von Venture Capital Fonds lösbar erscheinen, wenn die staatliche Gründungsfinanzierung beibehalten wird, ist das bei der Mobilisierung von Risikokapital für Unternehmen in der Expansionsphase nach erfolgreicher Gründung nicht der Fall. Hier sind es vor allem institutionelle Probleme, die die Bereitstellung von Risikokapital erschweren.

Nach herrschender Auffassung liegen die institutionellen Probleme vor allem darin begründet, daß der Kapitalmarkt in Deutschland von den Kreditinstituten bestimmt wird und diese durch Risikoscheu und Interessenkonflikte geprägt sind. In dem OECD-Wirtschaftsbericht für Deutschland heißt es unter anderem: "Für die Banken könnte ein fundamentaler Interessenkonflikt zwischen ihrem traditionellen Kreditgeschäft und ihrer

Rolle als Zeichner von erstmals öffentlich angebotenen Aktien bestehen.“ Zwar hatte die Herrhausen-Kommission einen solchen Interessenkonflikt als nicht gegeben bezeichnet, doch lassen die seither gewonnenen Erfahrungen Zweifel berechtigt erscheinen, daß die Ergebnisse der Herrhausen-Kommission weiterhin gültig sind. Die OECD macht auch Sorgen um den guten Ruf der Bank dafür verantwortlich, daß Banken das Scheitern einer Emission oder den späteren Kursverfall scheuen und deshalb einer Emission der Anteile von jungen und erfolgreichen, aber auch risikoreichen Unternehmen zurückhaltend oder gar ablehnend gegenüberstehen.

Nun ist nicht zu übersehen, daß die Risikoscheu der Banken und ihre Sorge vor Image-schädigung in dem Interesse ihrer Kunden am Anlegerschutz und in den gesetzlichen Regelungen, die diesem Schutz dienen, begründet ist. Risikovermeidung ist in diesem Falle eine zweckmäßige Strategie. Eine Lösung des Problems, einen effizienten Markt für Risikokapital zu schaffen, kann also nur gefunden werden, wenn die Kreditinstitute von diesem Risiko entlastet werden. Die Bundesregierung will mit ihrem dritten Kapitalmarktförderungsgesetz den Zugang junger Unternehmen zur Börse und damit zu Risikokapital dadurch erleichtern, daß sie die Haftung der Banken, die die Unternehmen an die Börse bringen, deutlich senkt. Soweit das die Risikoprämie, die die Emissionshäuser für ihre Dienstleistung verlangen, senkt, ist das ökonomisch sinnvoll. Wenn dadurch jedoch die Unsicherheit über die Anlage für die Anleger erhöht wird, und das ist wegen der nun vergrößerten asymmetrischen Information zu erwarten, wird es nicht zur Erhöhung des Aufkommens an Risikokapital beitragen, sondern das Gegenteil bewirken. Die Maßnahme dient also nicht der Förderung der Aufbringung von mehr Risikokapital, sondern der Entlastung der Banken. Das ist kontraindiziert.

Ein effizienter Markt für Risikokapital muß das Problem der asymmetrischen Information zwischen Kapital suchendem jungen Unternehmen und risikobereitem Anleger lösen. Das ist im amtlichen Markt bisher durch die Regeln über den Anlegerschutz getan worden. Diese Regeln haben das breite anlagesuchende Publikum vor Risiken geschützt, die einzugehen sie offenbar nicht bereit sein können. Der Börsenprospekt ist das Medium, mit dem die Asymmetrie der Information beseitigt wird. Dieser Schutz sollte nicht angetastet werden.

Diejenigen Anleger, die sich selbst informieren und auf diese Weise das Problem der asymmetrischen Information lösen können, bedürfen eines anderen Marktes. Vielfach wird behauptet, der geregelte Freiverkehr stelle einen solchen Markt dar. Im Berliner Freiverkehr gibt es schon gegenwärtig keine Prospekthaftung und keine Prospekte der die Emission begleitenden Bank. Hier sind bisher kleine, hochspekulative Emissionen vorgenommen worden. Offenbar löst er aber das Problem junger, Kapital suchender Unternehmen nicht, denn sonst bräuchte nicht nach neuen Lösungen gesucht werden. Es wird auch vermutet, daß Universalbanken weniger als Investmentbanken geneigt sind, junge Unternehmen an den Kapitalmarkt zu bringen, weil sie auch die Interessen ihrer

Sparer und ihrer Kreditabteilungen zu berücksichtigen haben. Dann aber müßten Investmentbanken junge Unternehmen billiger an die Börse bringen können und deshalb den Risikokapitalmarkt dominieren. Das ist jedoch in Deutschland offensichtlich nicht der Fall. Offenbar kompensieren bei ihnen die hohen Kosten der Suche nach risikobereiten Anlegern die niedrigeren Kosten der Börseneinführung von jungen Unternehmen. Die Erfahrung zeigt, daß Investmentbanken Beteiligungen an jungen Unternehmen erwerben und in Beteiligungsfonds aufnehmen, um sie nach vier bis sechs Jahren an die Börse, in Europa an die EASDAQ, zu bringen¹. Aber sie nehmen nur solche Unternehmen in ihre Beteiligungsfonds auf, die versprechen, eine 40%ige Rendite nach Steuern zu erwirtschaften. Ihr Wert soll also in vier Jahren auf das Vierfache steigen. Die Mindesteinlage für private wie für institutionelle Anleger in ihren Beteiligungsfonds dürfte bei 1 Million DM liegen. Unter diesen Bedingungen können die Beteiligungsfonds mit einer durchschnittlichen Rendite von 25% vor Steuern rechnen, eine Rentabilität, die sie als erforderlich ansehen. Folglich gibt es bisher keine effiziente Lösung des Problems asymmetrischer Information am Kapitalmarkt für junge Unternehmen, die weniger als 40% Rendite erwirtschaften, und für Anleger, die Anteile zwischen 100.000 DM und 1 Million DM anlegen wollen.

Wenn nun risikobereite Anleger die gleichen Möglichkeiten der Information wie ein Kommanditist hätten, wäre das Problem der asymmetrischen Information weitgehend gelöst. Muß dem Anleger Zugang nicht nur zu den Büchern des Unternehmens gewährt werden, sondern auch zu der bisherigen Beurteilung des Unternehmens durch Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und die staatlichen Stellen, die bisher die Gründungsfinanzierung mitgetragen haben, dann verringert sich das Problem der asymmetrischen Information für den Anleger weiter. Natürlich bleibt das objektive Risiko des Marktes für Unternehmer wie Anleger bestehen.

Ein Kapital suchendes junges Unternehmen kann derartige Informationsmöglichkeiten nur wenigen Aktionären gewähren, wenn es sehr hohe Informationskosten vermeiden will. Das aber bedeutet eine relativ große Stückelung der Aktien. Eine relativ große Stückelung liegt auch im Interesse des Anlegers, denn damit verteilen sich seine Informationskosten auf eine hinreichend große Anlage. Je größer die Beteiligung, um so eher wird sich der Anleger um die sorgfältige Abschätzung der Risiken selbst bemühen, die mit der Beteiligung verbunden sind. Es bedarf also keines hohen gesetzlichen Anlegerschutzes auf einem solchen Markt.

¹ Die EASDAQ, die European Association of Securities Dealers Automated Quotations, könnte sich möglicherweise zu einem Markt für Beteiligungskapital für junge Unternehmen entwickeln. Offenbar ist der Bankeneinfluß auf diese Börse jedoch als stark einzuschätzen, obwohl unter den Directors nur zwei von 17 Mitgliedern Bankenvertreter sind.

Je größer die Beteiligungen sind, die am Kapitalmarkt gehandelt werden, umso größer muß der Markt sein, um liquide zu bleiben. Je mehr aber das Problem der asymmetrischen Information durch persönliche Inaugenscheinnahme und persönliche Einsicht in die Bücher gelöst werden soll, umso regional begrenzter müßte der Markt sein. Hier gilt es, einen Ausgleich zu finden, der es auch solchen Unternehmen ermöglicht, Eigenkapital am Kapitalmarkt aufzunehmen, die einerseits nicht 40% Rendite nach Steuern erwirtschaften und andererseits nicht das Kapital vieler kleiner Anleger mit hohem Schutzbedürfnis einwerben wollen.

Wäre dieser Ausgleich ohne staatliche Unterstützung zu finden, wäre er sicher schon gefunden. Es sollte daher geprüft werden, ob ein solcher Markt nicht von denjenigen Institutionen, die die Mittel für die staatliche Existenzgründungsförderung vergeben, also der Deutschen Ausgleichsbank und den Landesaufbaubanken, geschaffen werden kann. Das hätte den Vorteil, daß diese Institutionen den bisherigen Erfolg der Unternehmen, die sie an einen solchen Markt bringen, am besten beurteilen können, daß sie andererseits aber auch Zugang zu potenten Anlegern in der Region haben und dadurch die Gebühren für die Marktteilnehmer niedrig halten können.

Erforderlich erscheint also die Schaffung eines Spezialmarktes für die Bereitstellung von Risikokapital für junge Unternehmen in der Expansionsphase und für beteiligungskapital-suchende mittelständische Unternehmen, die den Gang an die Börse mit ihren strengen Kriterien zur Beurteilung der Börsenreife vermeiden wollen. Der Vorstand dieser Börse müßte, soll er eine mögliche Alternative zur amtlichen Börse darstellen, ausschließlich aus Persönlichkeiten bestehen, die nicht Mitarbeiter von Kreditinstituten sind.

Die Zulassung zum Handel an dieser Börse steht allen denjenigen Unternehmen offen, deren Beteiligungen bisher in einem Venture Capital Fonds lagen. Die Anlagegesellschaft, die den Venture Capital Fonds hält, zeichnet den Antrag des Unternehmens auf Zulassung zum Börsenhandel mit und erstellt einen Emissionsbericht. Die Haftung für die Angaben in diesem Bericht sind auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit beschränkt. Der Emissionsbericht wird zweckmäßigerweise von der Beratungsabteilung der Anlagegesellschaft oder von einem unabhängigen Berater erstellt und vom Wirtschaftsprüfer des Unternehmens testiert. Dem steht das Urteil des Hessischen Verwaltungsgerichtshofs, wonach Wirtschaftsprüfer nicht Emissionsbegleiter sein dürfen, nicht im Wege.

Über die Zulassung zum Venture Capital Markt entscheidet ein Zulassungsausschuß aus Vertretern von Staat und Wirtschaft. Die Vertreter des Staates vertreten die Interessen der Öffentlichkeit, die durch Steuern die staatliche Gründungsfinanzierung ermöglicht hat und die an dem nachhaltigen Erfolg derartiger Unternehmensgründungen und ihrer Besteuerung interessiert ist. Die Vertreter der Wirtschaft im Zulassungsausschuß sind Vertreter der Kammern und Verbände. Sie stellen sicher, daß die langfristigen Interessen der risikokapitalsuchenden Unternehmen angemessen vertreten sind. Das schließt einer-

seits die Einführung von nachhaltig nicht Erfolg versprechenden Unternehmen am Venture Capital Markt aus, da Mißerfolge den Erfolg zukünftiger Emissionen gefährden würden, gleichzeitig aber wird wegen der Verteilung des Emissionsrisikos auf den Anleger den Interessen der Unternehmen an einem hohen Veräußerungserlös für die Finanzierung des weiteren Wachstums in stärkerem Maße als bisher Rechnung getragen.

Hier sollen (noch) keine Überlegungen über das Potential an Risikokapital angestellt werden, das über einen solchen Venture Capital Markt mobilisiert werden könnte. Es dürfte jedoch beachtlich sein. Im Zuge der weiteren Internationalisierung der Kapitalmärkte in Europa wird dieses Volumen weiter steigen. Im Jahre 1995 gingen bereits drei Viertel der Aktien aller Börsenneulinge an deutschen Börsen in angelsächsische Portfolios. Sollten neue Pläne zur Einführung von Investivlöhnen verwirklicht werden oder ein Gesetz über Pensionssondervermögen erlassen werden, dürfte mit einem erheblichen Mittelzufluß auch zur Anlage an einem solchen Venture Capital Markt gerechnet werden.

Eine solche Lösung des Problems mag als nicht marktkonform angesehen werden. Andererseits hat kein Geringerer als Ludwig Erhard die Förderung des Mittelstandes als notwendig zur Beseitigung von Wettbewerbsnachteilen angesehen. Der fehlende Zugang zum Kapitalmarkt stellt sicher einen der größten Wettbewerbsnachteile junger mittelständischer Unternehmen dar. Er wird auch nicht durch eine deutlich höhere Rentabilität ausgeglichen. Es erscheint daher vertretbar, das erfolgreiche weitere Wachstum junger mittelständischer Unternehmen nicht an der Finanzierung scheitern zu lassen. Die an der Gründungsförderung beteiligten staatlichen Finanzinstitute sollten daher einen Markt für Risikokapital organisieren, der auch solchen jungen Unternehmen Risikokapital zuführt, die die Zutrittschürden für den amtlichen Markt nicht zu überspringen vermögen und die spekulativen Anleger am Freiverkehrsmarkt nicht als Gesellschafter gewinnen wollen. Sie sollten analog den Technologieparks bestimmte zentrale Leistungen zu günstigen Konditionen anbieten, sich im übrigen aber auf die Market-Maker-Funktion beschränken. Es muß gewährleistet sein, daß die staatlichen Finanzinstitute diesen Markt nicht als ein Instrument der staatlichen Industriepolitik mißbrauchen.

F. Übersicht zur Situation des Risikokapitalmarktes in Deutschland

1 Situation

1.1 Risikokapitalsituation deutscher Unternehmen

1.1.1 Die Daten der Bundesbank

"Berechnungen der Bundesbank kommen zu dem Ergebnis, daß seit Ende der siebziger Jahre von konjunkturbedingten Schwankungen abgesehen keine Verschlechterung der Eigenkapitalquote zu beobachten ist."²

Zahlen:

Jahr	Eigenkapital	Pensionsrückstellungen	Langfristig verfügbares Kapital (Eigenkapital zzgl. Pensionsrückstellungen)
1980	19,7	6,5	26,2
1981	18,7	6,7	25,4
1982	18,3	7,0	25,3
1983	18,2	7,5	25,7
1984	18,2	7,9	26,1
1985	18,1	8,2	26,3
1986	18,9	8,6	27,5
1987	19,3	9,2	28,5
1988	19,0	9,2	28,2
1989	18,3	8,6	26,9
1990	18,2	8,4	26,6
1991	17,8	8,2	26,0
1992	18,1	8,5	26,6
1993	17,5	8,6	26,1

Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Nov. 1981 und folgende Jahre

² Bundesverband deutscher Banken, Broschüre: Eigenkapitalausstattung deutscher Unternehmen, Zur Bereitstellung von Risikokapital, Feb. 1996, S.5.

1.1.2 Die Daten der Creditreform

Eigenkapital in Westdeutschland:

Branche	Eigenkapital			
	bis 10%	bis 20%	bis 30%	> 30%
Verarb. Gewerbe	24,1	31,0	17,2	23,9
Baugewerbe	37,0	32,0	14,0	13,0
Handel	28,5	34,5	16,6	18,2
Dienstleistungen	37,3	31,9	10,2	16,9
Gesamt	29,4	32,4	15,5	19,4

Quelle: Creditreform 1995

Eigenkapital in Ostdeutschland:

Branche	Eigenkapital			
	bis 10%	bis 20%	bis 30%	> 30%
Verarb. Gewerbe	44,2	25,9	11,6	14,7
Baugewerbe	53,3	20,6	10,7	9,9
Handel	32,9	31,5	16,8	16,1
Dienstleistungen	30,4	37,3	13,3	13,9
Gesamt	42,6	27,3	12,5	13,2

Quelle: Creditreform 1995

1.1.3 Die Angaben der Berliner Wertpapierbörse

Aktiengesellschaften und insbesondere börsennotierte Aktiengesellschaften weisen weit überdurchschnittliche Eigenkapitalquoten aus:

Eigenkapitalquoten deutscher Unternehmen	
Deutsche Unternehmen insgesamt	19,5%
Alle Aktiengesellschaften	31,1%
Nicht börsennotierte Aktiengesellschaften	27,9%
Börsennotierte Aktiengesellschaften	38,6%

Quelle: Berliner Wertpapierbörse, Die Aktiengesellschaft

1.1.4 Japan und Deutschland im Vergleich: Die Untersuchung von Andreas Moerke

Die Eigenkapitalausstattung der japanischen Unternehmen ist in der Untersuchung von Andreas Moerke³ im Vergleich höher als die der Unternehmen aus der Bonner Stichprobe:

Eigenkapitalquote 1993			
	Top 20	Gesamt	Bottom 20
Deutschland	41,09%	32,67%	21,72%
Japan	56,25%	44,20%	36,53%

1.2 Situation des deutschen Venture Capital-Marktes

Die folgenden Daten wurden dem Jahrbuch 1995 des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften German Venture Capital Association (BVK) e.V. entnommen. Sie können wegen des hohen Organisationsgrades des Verbandes als repräsentativ angesehen werden.

- BVK-Mitglieder: 75
- Verfügbares Kapital: 7,6 Mrd. DM
- 1,05 Mrd. DM Bruttoinvestitionen (netto: 360,42 Mio.)
- 5,3 Mrd. DM insgesamt investiertes Kapital
- 2.780 Beteiligungsunternehmen
- Von 1983 bis 1992 ist der deutsche Beteiligungsmarkt um durchschnittlich 22% gewachsen, das Wachstum von 1993 auf 1994 betrug 7,2%
- 70% des verfügbaren Kapitals stammt aus dem Inland
- 61,37% des verfügbaren Kapitals wird von Banken bereitgestellt. Dieser Anteil teilt sich auf in Private Geschäftsbanken (39%), Öffentlich-rechtliche Banken (18%) und Sparkassen (4%)
- Die nicht im BVK organisierten Gesellschaften sind etwas weniger von den Banken bestimmt, die Einrechnung dieser Gesellschaften verändert die Statistik wie folgt: 8.828,59 Mio. DM verfügbares Kapital, davon entfallen 55,12% auf Banken

³ Moerke, A.: mimeo, Berlin 1996. Top 20 und Bottom 20 berechnet nach dem Sechseck-Kriterium.

- 64,79% der Investitionen entfallen auf Expansionsfinanzierungen, 17,57% auf Management Buy-Out (MBO)/Management Buy-In (MBI), 9% auf Seed-/Start-up-Finanzierungen.
- Der weitaus größte Anteil der abfließenden Beteiligungen geht an Rückkäufe der Alt-Gesellschafter und Veräußerung an industrielle Investoren, immerhin 12,9% entfallen aber auf das Going-Public.
- Verteilung der Aktivitäten auf die verschiedenen Formen der Kapitalbeteiligungsgesellschaften:

Fachgruppe	Invest. Beteiligungsvolumen in Mio. DM	Anteil am Gesamtportfolio in %	Zuwachs gegenüber dem Vorjahr in %	Anteil der Beteiligungen	Anteil an den gesamten Beteiligungen in %	Durchschnitt pro Beteiligung im Mio. DM
1)	3.813,81	71,39	+ 4,74	741	26,65	5,147
2)	834,69	15,62	+ 23,32	1.636	58,85	0,510
3)	345,09	6,46	+ 1,09	273	9,82	1,264
4)	348,76	6,53	+ 8,19	130	4,68	2,683
Summe	5.342,35	100,00	+ 7,23	2.780	100,00	1,922

FG 1) : Universalbeteiligungsgesellschaften

FG 2) : Öffentliche geförderte Kapitalbeteiligungsgesellschaften

FG 3) : Seed-, Start-up und Wachstumsbeteiligungsgesellschaften

FG 4) : Unternehmensbeteiligungsgesellschaften

- Der Venture Capital-Markt in Deutschland ist der drittgrößte in Europa (nach Großbritannien und Frankreich) aber immer noch dreimal kleiner als der Markt in Großbritannien. Der gesamte europäische Markt entspricht im Hinblick auf das Beteiligungsvolumen und der Anzahl der Beteiligungen etwa dem US-amerikanischen.⁴

1.3 Programme der staatlichen Eigenkapitalfinanzierung⁵

Auf Bundesebene gibt es nur drei Förderprogramme, die am Eigenkapital der Unternehmen ansetzen: das Eigenkapitalhilfeprogramm (EKH), das Programm Beteiligungskapital für kleine Technologie-Unternehmen (BTU) (jeweils direkte Förderung) und das ERP-Beteiligungsprogramm (indirekte Förderung über Refinanzierungsmöglichkeiten für private Kapitalbeteiligungsgesellschaften).

⁴ Bundesverband deutscher Banken: a.a.O., S. 26 ff.

⁵ Bundesverband deutscher Banken: a.a.O., S. 22 ff.

EKH: Eigenkapitalähnliches Darlehen, in den ersten 10 Jahren tilgungsfrei, in den ersten fünf (NBL sechs) Jahren liegt eine Verzinsung unter dem Kapitalmarktzins vor. Im Insolvenzfall rechnet die Eigenkapitalhilfe zu den haftenden Mitteln. Sicherheiten durch den Gesellschafter werden nicht gefordert. Für die neuen Bundesländer gibt es eine zweite EKH-Komponente: ostdeutsche mittelständische Unternehmen können bis zur Höhe des 2,5-fachen eines von einem unternehmerisch kompetenten Partner eingebrachten Kapitals mit EKH gefördert werden. Damit wird die Kapitalzuführung mit einem Management-Know-how-Transfer verbunden. Die Partnerschaftsvariante hat die in sie gesetzten Erwartungen nicht erfüllt: rund 1000 Anfragen aus der Zeit vom Herbst 1993 bis Dezember 1994 führten lediglich zu 62 Kapitalbeteiligungen. Im Jahr 1995 stieg diese Zahl nur geringfügig auf 69 (Stand: Ende Nov. 1995).

BTU: Die Technologie-Beteiligungsgesellschaft der Deutschen Ausgleichsbank (tbG) kann stille Beteiligungen an mittelständische Unternehmen in einer Höhe von 3 Mio. DM eingehen. Voraussetzung ist, daß ein weiterer Beteiligungsgeber sich in gleicher Höhe beteiligt. Der Beteiligungsgeber kann seine Anteile unter bestimmten Bedingungen innerhalb von 5 Jahren rückveräußern, dann erhält er 50% (NBL 70%) des eingelegten Kapitals von der tbG zurück. Die Laufzeit des tbG-Engagements beträgt bis zu 10 Jahre. In der KfW-Variante erhalten Kapitalbeteiligungsgesellschaften und Kreditinstitute, die sich an kleinen Technologieunternehmen beteiligen, zinsgünstige Refinanzierungskredite. In den NBL können bis zu 85%, in den ABL 75% refinanziert werden. Die Obergrenze liegt bei 3 Mio. DM. Die Beteiligungsgeber werden hinsichtlich des Refinanzierungskredites von der KfW vollständig von der Haftung freigestellt. Insgesamt sollen mit dem bis zum Jahr 2000 befristeten Programm etwa 900 Millionen DM Risikokapital bereitgestellt werden.⁶

ERP-Beteiligungsprogramm: Beteiligungen von Kapitalbeteiligungsgesellschaften an mittelständischen Unternehmen werden gefördert. Die Förderung erfolgt über Refinanzierungsmöglichkeiten. Die Absicherung erfolgt in der Regel über Ausfallbürgschaften von Bürgschaftsbanken. Die Programmkonditionen sind für Beteiligungen in den NBL günstiger als für solche in den ABL.

Die Existenzförderungsprogramme zeichnen sich im wesentlichen durch drei Nachteile aus: die Mittel werden fast durchweg über den Weg der Banken an die Unternehmen weitergeleitet, die Banken übernehmen zum Teil volle Haftung für die zur Verfügung gestellten Mittel, und die Margen der Banken sind so gering (zwischen 0,40% und 1,25%), daß durch sie kaum die Risikoübernahme und die Verwaltungskosten finanziert werden können. Die Folge ist ein geringes Interesse der Banken an der Verwaltung öffentlicher Fördermittel. Über die Auslastungsquote der einzelnen Programme gibt es

⁶ Schween, K.: Corporate Venture Capital Finanzierung deutscher Unternehmen, Diss., München 1995, S. 55.

i.d.R. keine Angaben, da sie zeitlich meist nicht beschränkt sind und daher die Restmittel jeweils bis zur Ausschöpfung in die Folgeperioden verlegt werden.

2 Nachfrage und Angebot auf dem Markt für Risikokapital

2.1 Nachfrage: Daten und Probleme

- 73,4% der mittelständischen Unternehmen wollen die zukünftige Finanzierung durch Selbstfinanzierung aufbringen und nur 7,8% durch die Aufnahme neuer Gesellschafter.⁷
- Die Unternehmen, die einer Beteiligung Dritter aufgeschlossen gegenüberstehen, bevorzugen Kapitalgesellschaften (56%) oder private Anleger (27,1%).⁸
- Die befürchteten Negativauswirkungen bei der Aufnahme von externem Eigenkapital sind:
 - Einflußnahme Unternehmensfremder
 - Verdeckte Betriebsspionage für die Konkurrenz
 - Organisationsprobleme und Verwaltungsaufwand⁹
 - Veränderung der Struktur der Familiengesellschaft¹⁰
- Mittelständische Unternehmer ziehen offenbar Kontrollrechte Dritter (durch Aufnahme von Fremdkapital) den Mitspracherechten Dritter vor.¹¹
- Börsengang:
 - Freiverkehr: "Womöglich sehen einige Unternehmen den Schritt in dieses Marktsegment (Freiverkehr) als negativ für ihr Image an, sie wollen lieber warten, bis sie für eine höhere Börsenstufe reif sind."¹²
 - Schwellenangst: Unternehmen scheuen die Prozedur des Börsenganges und die Öffentlichkeit¹³
 - Unternehmer scheuen die Publizitätspflichten und die Mitbestimmungsrechte.¹⁴

⁷ Gerke et al.: Probleme deutscher mittelständischer Unternehmen beim Zugang zum Kapitalmarkt, ZEW-Gutachten, Baden-Baden 1995, S. 26.

⁸ ebenda, S. 27.

⁹ ebenda, S. 28.

¹⁰ ebenda, S. 106.

¹¹ ebenda, S. 31.

¹² Berliner WertpapierBörse: BWB Aktuell Nr. 4.

¹³ ebenda.

- Im Falle der Gründungsfinanzierung ist das zurückhaltende Beteiligungsverhalten der Kapitalbeteiligungsgesellschaften nach den Zahlen des IFO-Instituts 1991 nicht auf eine mangelnde Nachfrage zurückzuführen.¹⁵

2.2 Angebot: Daten und Probleme

- Die allgemeine Zurückhaltung deutscher Anleger bei risikobehafteten Anlagen ist signifikant, findet mit dem immer wieder gebrauchten Begriff "Mentalität" aber keine überzeugende Erklärung.
- 5,5% des deutschen privaten Geldvermögens sind in Aktien angelegt, in Japan sind es 9%, in Frankreich 10,1%, in GB 17,5%, in den USA 21,1%, in Schweden sogar 35,3%¹⁶.
- Der Anteil der Aktionäre an der Gesamtbevölkerung in Deutschland beträgt 7% in Großbritannien 22% .¹⁷
- Nur 4,2 Mio. Deutsche besitzen Aktien und nur 15,89% des gesamten Aktienumschlags befinden sich im Besitz privater Haushalte.¹⁸
- Sogar die Versicherungen zeigen sich risikoavers: sie legen nicht mehr als 14% ihres gebundenen Vermögens in Aktien bzw. Wertpapierfonds an, § 54a VAG erlaubt dagegen 30% bzw. 35% unter Berücksichtigung der Öffnungsklausel.¹⁹
- Nur 20 - 25% der Aktien von Börsenneulingen auf dem deutschen Aktienmarkt 1995 fanden Käufer im Inland, der Löwenanteil ging in die angelsächsischen Portfolios.²⁰
- Das Engagement der Investmentfonds in mittelständischen Unternehmen wird dadurch behindert, daß nur bis zu 10% des Kapitals eines Unternehmens erworben werden dürfen (§ 8a KAGG).
- Institutionelle Anleger: Weltweit ist der Anteil der institutionellen Anleger im Bereich Aktien stark gestiegen. Diese Tendenz ist auch in Deutschland zu beobachten: 1970 hielten institutionelle Anleger 11,5% des Aktienbesitzes, 1990 22,2%. Dieser Anteil ist aber international vergleichsweise sehr gering: USA 30,4% (1988), UK 61,8% (1993), Japan 48% (1989). In Deutschland teilen sich diesen Anteil die Banken und

¹⁴ Bundesverband deutscher Banken, a.a.O., S. 10.

¹⁵ ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 99.

¹⁶ BMWi: Bericht der Ressortarbeitsgruppe "Risikokapital für Existenzgründer und mittelständische Unternehmen", 1996, S. 4.

¹⁷ Bundesverband deutscher Banken, a.a.O., S. 10.

¹⁸ ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 53.

¹⁹ Bundesverband deutscher Banken, a.a.O., S. 21.

²⁰ Die Welt, 13.02.96.

Versicherungen etwa hälftig (10,4% und 11,8%).²¹ Pensionsfonds spielen in Deutschland keine Rolle.

- Eines der größten Probleme der Venture Capital-Gesellschaften sind die mangelnden Exit-Möglichkeiten. Wenn hier die Möglichkeit der Veräußerung im Rahmen des Going-Public (bisher 12,9% des Exit-Volumens) verbessert wird, könnte dies für den Venture Capital-Markt erhebliche Vorteile bringen. Die EASDAQ verspricht, wie die NASDAQ in den USA, eine solche Exit-Möglichkeit zu werden.²²
- Die Beratungsangebote der Venture Capital-Gesellschaften in den NBL werden zwar inzwischen besser angenommen, die Probleme hier liegen vor allem in der Planung und Durchführung der Beratung, die sehr zeit- und personalintensiv ist.²³ Die zusätzlichen Transaktionskosten mindern die Rendite für die Kapitalbeteiligungsgesellschaften und senken die Attraktivität der Beteiligungen im Vergleich zu festverzinslichen Anlageformen.²⁴
- Probleme der Kapitalbeteiligungsgesellschaften bei MBO/MBI:²⁵
 - Der im Rahmen eines MBO/MBI durch einen "internal asset deal" ausgelöste Gewinn bewirkt eine Gewerbesteuerverbindlichkeit, die im Gegensatz zur ebenfalls entstehenden Körperschaftsteuer nicht gegenüber der Abschreibung auf einen niedrigeren Teilwert angerechnet werden kann.
 - Bei Dienstleistungsunternehmen sind die Sicherheiten oft so gering, daß die Fremdkapitalbeschaffung zu einem Problem wird. In diesen Fällen läßt sich kein ausreichender Leverage-Effekt erzielen, so daß sich Kapitalbeteiligungsgesellschaften zurückhalten.
 - Die Fixkosten von Beteiligungen verhindern eine Beteiligung unter bestimmten Mindestwerten. Bei fast 40% der 43 erwerbsorientierten deutschen Kapitalbeteiligungsgesellschaften liegt dieses Mindestbeteiligungsvolumen bei 2 Mio. DM.
 - Die mangelnde Handelbarkeit der Gesellschaftsanteile der kleinen und mittleren Unternehmen kann die Gewinnrealisierung verhindern. Der Rückkauf durch Alt-Gesellschafter senkt zudem oft die Eigenkapitalquote der mittelständischen Unternehmen.
- Als ein Mangel des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG), welches Unternehmensbeteiligungsgesellschaften von der Gewerbe- und Vermögens-

²¹ ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 59.

²² Bundesverband deutscher Banken, a.a.O., S. 30.

²³ ebenda.

²⁴ ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 102.

²⁵ ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 103.

steuer freistellt, wird die Besteuerung der Veräußerungsgewinne genannt. Privatanleger, die sich bei Unternehmensbeteiligungsgesellschaften beteiligen, sind damit gegenüber den direkt an Unternehmen beteiligten Personen, die die Veräußerungsgewinne nicht versteuern müssen, diskriminiert.²⁶

- Für die Zulassung von Wertpapierhäusern nach angelsächsischem Vorbild ist in Deutschland bisher der Erwerb einer Banklizenz nach dem Kreditwesengesetz mit hohen Mindestkapitalanforderungen notwendig.²⁷ Bisher ist daher erst ein einziges Wertpapierhandelshaus am deutschen Kapitalmarkt aktiv.²⁸
- Die Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 WpHG verpflichtet börsennotierte Unternehmen zur Veröffentlichung aller den Kurs maßgeblich beeinflussenden Informationen. Da bei kleinen Unternehmen häufiger als bei großen Unternehmen Maßnahmen getroffen werden, die kursbeeinflussend sein können, trifft diese Pflicht die kleinen Unternehmen besonders.²⁹ Freiverkehrswerte sind von dieser Pflicht zwar ausgenommen, da sie aber zu den Insiderpapieren gehören, gilt eine ähnliche Pflicht faktisch.
- Die Steuerbelastung der börsennotierten Gesellschaften kann höher sein, weil der Börsenkurs die Grundlage für die Berechnung der Erbschaft- und Vermögensteuer ist und nicht das Stuttgarter Verfahren, bei dem der Anteilswert unter Berücksichtigung des Vermögens und der Ertragsaussichten geschätzt wird.³⁰
- Die dreißigjährige Verjährungsfrist für die Haftung aus der Anlageberatung sowie die Prospekthaftung hemmen die Bereitschaft der Banken risikobehaftete Emissionen durchzuführen.³¹ Kleinere Banken und Makler können das Emissionsgeschäft daher vielfach nicht betreiben.³²
- Privaten Anlegern werden wegen der Haftung für fehlerhafte Beratung eher Standardwerte und sichere Sparformen angeboten.³³
- Angesichts der teilweise sehr engen Märkte für Aktien mittelgroßer Unternehmen, ist es schwierig, die Liquidität der auf diese Titel spezialisierten Fonds so zu steuern, daß

²⁶ Schween, K.: a.a.O., S. 56.

²⁷ BMWi: a.a.O., S. 12, § 33 (1) Satz 1. des Kreditwesengesetzes: es "muß mindestens der Gegenwert von fünf Millionen ECU an eingezahltem Kapital, Geschäftsguthaben oder Rücklagen, abzüglich des Gesamtnennbetrages der Aktien, die mit einem nachzuzahlenden Vorzug bei der Verteilung des Gewinns ausgestattet sind, zur Verfügung stehen."

²⁸ ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 134.

²⁹ ebenda, S. 16.

³⁰ ebenda, außerdem: BMWi: a.a.O., S. 17. Personengesellschaften werden nach dem Substanzwert bewertet.

³¹ ebenda, außerdem: ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 93.

³² BMWi: a.a.O., S. 12.

³³ BMWi: a.a.O., S. 14.

die nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) vorgeschriebene jederzeitige Rücknahme der ausgegebenen Investmentzertifikate zum Inventarwert gewährleistet ist.³⁴

- Spezialwertefonds im internationalen Vergleich:³⁵

Land Fondsbezeichnung	Stand	Anzahl Fonds	Fondsvolumen
Deutschland: "Spezialwertefonds"	August 1994	8	1,6 Mrd. DM
Großbritannien: "UK Smaller Companies Funds"	Juli 1994	ca. 60	13,1 Mrd. DM
USA: "Aggressive Growth Funds"	Ultimo 1993	302	213,6 Mrd. DM

- Die ERP-geförderten Kapitalbeteiligungsgesellschaften sind nur beschränkt handlungsfähig: das Beteiligungsentgelt ist nach oben begrenzt (z.Zt. 12% der Einlage im Jahresdurchschnitt), die Beteiligung wird am Ende der vereinbarten Laufzeit zum Nominalwert zurückgegeben, die Mitsprache ist aufgrund der rechtlichen Konstruktion der stillen Beteiligung begrenzt. Die Kapitalbeteiligungsgesellschaften können nicht hochrentable Beteiligungen veräußern, um Ausfälle zu kompensieren und vermeiden daher hochriskante Beteiligungen. (Die Bundesregierung prüft hier bereits eine Verbesserung).³⁶
- Durch § 32a GmbH-Gesetz kann unter Umständen ein Gesellschafterdarlehen wie haftendes Eigenkapital behandelt werden. Diese Regelung behindert die Beteiligungen von Banken oder deren Tochtergesellschaften an Unternehmen, denen sie gleichzeitig Fremdkapital zur Verfügung stellen.³⁷
- Steuerlich ist die Fremdfinanzierung gegenüber der Eigenfinanzierung immer noch begünstigt.³⁸ Die Benachteiligung der Eigenkapitalfinanzierung resultiert aus der Vermögen- und Gewerbesteuer, durch das Vollarrechnungssystem, aber nicht aus der Körperschaft- bzw. Einkommensteuer. Durch die Vermögensteuer wird sowohl das Vermögen einer Kapitalgesellschaft als auch das Vermögen der Anteilseigner besteuert (Doppelbesteuerung). Der Gewinn und das eingesetzte Kapital unterliegen auf der Ebene der Kapitalgesellschaft im Fall der Eigenkapital-Finanzierung in voller Höhe der Gewerbesteuer vom Ertrag bzw. vom Kapital. Demgegenüber unterliegen bei der Finanzierung mit Fremdkapital langfristige Zinsen und Verbindlichkeiten auf-

³⁴ BMWi: a.a.O., S. 14. und Gerke et al: a.a.O., S. 61.

³⁵ Gerke et al: a.a.O., S. 62.

³⁶ BMWi: a.a.O., S. 16.

³⁷ BMWi: a.a.O., S. 16.

³⁸ BMWi: a.a.O., S. 17.

grund der gewerbsteuerlichen Hinzurechnungsvorschriften nur zur Hälfte der Gewerbesteuer vom Ertrag bzw. vom Kapital.³⁹

- Gerke et al. (ZEW-Gutachten) kommen zu dem Schluß, daß international (im Vergleich zu GB, Frankreich, den USA) die deutschen Kapitalgesellschaften "im Fall der Eigenkapitalfinanzierung den ungünstigsten steuerlichen Rahmenbedingungen ausgesetzt sind".⁴⁰ Nach OECD-Angaben ist der Körperschaftsteuersatz in Deutschland einer der höchsten im OECD-Raum. Aus "der Sicht des privaten Anlegers, also des eigentlichen Unternehmenseigners sowie im Hinblick darauf, daß die ausgeschütteten Gewinne auf Unternehmensebene vergleichsweise geringer besteuert werden und die Kapitalgewinne aus Aktien weitgehend steuerfrei sind, macht es in der Praxis jedoch kaum einen Unterschied, welche Finanzierungsquelle gewählt wird." Der OECD-Bericht kommt zu dem Schluß, daß das deutsche System "eines der am wenigsten verzerrenden Systeme" zu sein scheint.⁴¹
- Die Gewinnausschüttung ist in den von Gerke untersuchten Staaten gegenüber der Thesaurierung diskriminiert. Dabei ist die Diskriminierung in den USA am ausgeprägtesten, in Deutschland am geringsten.⁴²
- Die unterschiedliche steuerliche Behandlung von Dividenden-Einkommen (bei einem Grenzsteuersatz von 40% etwa 52%, bei gewerblichen Anlegern sogar rund 62%) und Kursgewinnen kann zu unerwünschten Kapitalfehlenkungen mit sogenannten "Steuer-Klientel-Effekten" führen.⁴³ Die Subventionierung des Kapitaleinsatzes und die Freistellung der Erträge führen in Großbritannien und Frankreich zu wachsender Beliebtheit der Aktien als Anlageform: 1980 gab es jeweils 2,5 Mio. Aktionäre, 1993 12 Mio. bzw. 9 Mio. In Deutschland war ein Anstieg von 3,2 Mio. auf 4,2 Mio. zu verzeichnen.⁴⁴
- Corporate Venture Capital ist eine Art der Eigenkapitalfinanzierung, bei der Unternehmen vorwiegend aus strategischen Überlegungen, kleinen und mittleren Betrieben Eigenkapital zur Verfügung stellen. Die Untersuchung von Schween zeigt, daß die Erfahrungen der Muttergesellschaften in Deutschland nahezu durchgängig schlecht waren, auch die finanziellen Ziele wurden kaum erreicht, so daß diese Art der Risikokapitalförderung als problematisch angesehen werden muß.⁴⁵ Principal-Agent-Probleme sind eine der Hauptursachen für das Scheitern der von Schween untersuchten

³⁹ ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 70f.

⁴⁰ ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 75.

⁴¹ OECD Wirtschaftsberichte, Deutschland, 1995, S. 127.

⁴² ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 77.

⁴³ ZEW-Gutachten: a.a.O., S 82 f.

⁴⁴ ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 89.

⁴⁵ Schween, K.: a.a.O., S. 22.

Projekte. Schween nennt zwar eine Reihe von Maßnahmen, die den Erfolg von Corporate Venture Capital-Finanzierungen steigern könnte, es ist aber fraglich, ob der Anreiz für Investoren und Kapitalempfänger hoch genug ist, um diese Maßnahmen umzusetzen.

- Schween nennt angebotsseitige Gründe für die Unterentwicklung des deutschen Venture Capital-Marktes:⁴⁶
 - Dominanz risikoaverser Banken und Versicherungen
 - Zurückhaltung privater Investoren
 - Fehlen von Investitionen durch Pensionsfonds
 - Staatliche Wettbewerbsverzerrung
 - Kreditwirtschaftliches statt unternehmerisches Denken im Venture Management
 - Mangel an professionellen Dienstleistungsunternehmen in den Bereichen Steuern, M&A, Fondsmanagement und Personalberatung mit Erfahrungen im Venture Capital-Geschäft
 - Hohe Auflagen für Desinvestition über die Börse
 - Hohe Steuersätze für Privatpersonen und Unternehmen
- Das Vermögen der gesetzlichen Rentenversicherung (Schwankungsreserve) kann aufgrund der Liquiditätserfordernisse nicht in Beteiligungen an kleinen und mittleren Unternehmen angelegt werden. Der weitaus größte Teil dieses Vermögens wird in Kreditinstitutseinlagen mit bis zu 12 Monaten Laufzeit angelegt (29.696 Mio. DM in 1993)⁴⁷, das allein ist mehr als das dreifache des gesamten verfügbaren Vermögens des Venture Capital-Marktes in Deutschland.
- Die Berufständischen Versorgungswerke finanzieren sich im Wege des Kapitaldeckungsverfahrens. Die Beiträge werden im Kapitalmarkt breit gestreut investiert, damit können höhere Durchschnittsrenten als bei der gesetzlichen Rentenversicherung gewährt werden. Beteiligungen an kleinen und mittleren Unternehmen und Venture Capital-Fonds finden allerdings auch hier nicht statt.⁴⁸
- Die Pensionsrückstellungen bieten, wie oben gezeigt, zwar eine Ergänzung zur Eigenkapitalausstattung von Unternehmen, sind aber insbesondere für kleine Unternehmen wegen der geringen Risikostreuung oft kein gangbarer Weg. Ein weiterer Nachteil ist, daß diese Mittel nicht über den Kapitalmarkt gelenkt werden und somit nicht als ex-

⁴⁶ Schween, K.: a.a.O., S. 53.

⁴⁷ ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 64.

⁴⁸ ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 65.

ternes Risikokapital für kleine und mittlere Unternehmen zur Verfügung stehen.⁴⁹ Kleine Unternehmen wählen statt der Pensionsrückstellungen häufig den Weg der steuerbegünstigten Kapitallebensversicherung als Alterssicherung ihrer Mitarbeiter. Im Gegensatz zu den Pensionsrückstellungen fließen diese Gelder aber aus den Unternehmen ab. Das geringe Engagement der Versicherungsgesellschaften im Risikokapitalmarkt und die Mittelzuflüsse aus den kleinen Unternehmen bieten Spielraum für eine Verbesserung der Risikokapitalsituation der kleinen Unternehmen durch Versicherungsgesellschaften.

- Die wirtschaftliche Lage in Europa und speziell in Deutschland sowie eine geringe Innovationskraft werden selten als Grund für die geringe Aktivität auf dem Risikokapitalmarkt genannt. Möglicherweise ist hier nach der Ursache für die geringe ausländische Venture Capital-Aktivität in Deutschland zu suchen. Im asiatischen Raum ist das Angebot an Risikokapital in Volumen und Wachstum zur Zeit wesentlich höher als der Markt bewältigen kann.⁵⁰

2.3 Das Beteiligungskapitalangebot für junge Technologieunternehmen (JTU) in den neuen Bundesländern (NBL)⁵¹ - Hemmnisse bei Beteiligungen an JTU in den NBL

1. Die Hemmnisse werden im wesentlichen durch JTU-interne Faktoren begründet. Managementdefizite, hoher Betreuungsaufwand, hohes Risiko, aber auch die geringe Nachfrage nach Beteiligungskapital durch JTU werden am häufigsten genannt.
2. Westliche Beteiligungsgesellschaften verhalten sich durch Vorurteile reservierter gegenüber JTU-Beteiligungen in den NBL als Beteiligungsgesellschaften in den NBL.
3. JTU-externe Hemmnisse, wie Refinanzierungsprobleme oder eine geringe Personalkapazität der Beteiligungsgesellschaft, spielen nur eine unbedeutende Rolle.
4. Die Gründer ostdeutscher JTU haben nach Einschätzung der Beteiligungsgesellschaften nur noch teilweise Vorbehalte gegenüber Risikokapital.

⁴⁹ ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 66.

⁵⁰ Die Welt, 22.02.1996.

⁵¹ Wupperfeld, U.: Das Beteiligungskapitalangebot für junge Technologieunternehmen in den neuen Bundesländern - Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, Fraunhofer-Institut für Systemtechnik und Innovationsforschung (ISI), 05.95.

3 Das Gesetz über die kleine Aktiengesellschaft

3.1 Aktiengesellschaften im Allgemeinen

Daten aus Hoppenstedt - Saling Aktienführer 1996:

- 30% des Umsatzes der deutschen Industrie entfällt auf die Rechtsform der Aktiengesellschaften
- Entwicklung: 1913 gab es 5486 Aktiengesellschaften, Ende 1925: 13010 AG's, 1938: 5518 AG's, Ende 1957: 2742 AG's, Tiefststand: 1983: 2118 AG's
- Aktuellere Zahlen:

Jahresende	Anzahl	Grundkapital in Mrd. DM
1992	3219	173,8
1993 ¹⁾	3400	175,1
1994 ²⁾	3600	192,6
¹⁾ Ergebnisse für Hessen geschätzt ²⁾ Hochrechnung Quelle: Statistisches Bundesamt		

- Börsennotierte Aktiengesellschaften gab es Ende 1983: 442, Ende 1994: 666 (im Vergleich dazu 1.667 in Großbritannien)
- Zahlen:

Marktsegment	Anzahl der Gesellschaften	Börsennotiertes Grundkapital	
		Nennwert Mrd. DM	Kurswert Mrd. DM
Amtlicher Handel	423	76,3	739,3
Geregelter Markt	145	3,1	20,9
Freiverkehr	98	1,5	13,7
Insgesamt	666	80,9	773,9
Quelle: Deutsche Börse AG			

- Gewicht der Blue Chips: 85% von den Börsenumsätzen in inländischen Aktien 1994 entfielen auf die 30 DAX-Werte.

3.2 Kleine Aktiengesellschaften

Von der Zeit des Inkrafttretens des Gesetzes bis zum März 1995 haben sich insgesamt 94 Aktiengesellschaften neu eintragen lassen. Es sind dies ausschließlich kleine Aktiengesellschaften im Sinne des Gesetzes. Der Wert liegt im Vergleich wesentlich über dem langjährigen Durchschnitt.⁵²

Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz und das Gesetz über die kleine Aktiengesellschaft werden trotz der mangelnden Abschätzbarkeit der Daten allgemein positiv beurteilt.⁵³

4 Going Public mit Banken und Nicht-Banken

4.1 Probleme beim Going Public mit Banken

- Bei geringen Emissionsbeträgen sinkt die Rentabilität der Börseneinführung für die Bank, da prozentual vom Emissionsbetrag (Faustregel 4-7%) honoriert wird, die Vorbereitungskosten für die Emission einer kleinen Gesellschaft aber kaum geringer sind, als bei größeren Emissionsbeträgen.⁵⁴
- Banken scheuen das Risiko der Prospekthaftung.⁵⁵
- Negative Beispiele von Emissionen schädigen das Image der Banken.⁵⁶
- OECD Wirtschaftsbericht für Deutschland 1995 (S. 135ff.):
 - "Für die Banken könnte ein fundamentaler Interessenkonflikt zwischen ihrem traditionellen Kreditgeschäft und ihrer Rolle als Zeichner von erstmals öffentlich angebotenen Aktien bestehen.
 - Die Kosten für Neueinführungen werden oft als relativ hoch bezeichnet, was u.a. auf die Übernahme provision zurückzuführen ist.
 - Der Anreiz für eine Bank, ein neues Unternehmen an die Börse zu bringen, könnte auch durch die Erwägung beeinflusst werden, daß der Ruf der Bank Schaden erleiden könnte, falls die Einführung scheitert oder die Unternehmensergebnisse wesentlich schlechter ausfallen als erwartet. Im letzteren Fall besteht auch die Gefahr, daß die Bank rechtlich zur Verantwortung ge-

⁵² Quelle: "Die Aktiengesellschaft" und Bundesverband deutscher Banken

⁵³ BMWi: a.a.O., S. 11.

⁵⁴ Berliner WertpapierBörse Aktuell, Nr. 5, Okt. 1995.

⁵⁵ ebenda.

⁵⁶ ebenda.

zogen wird. Jedenfalls ist auffällig, daß Unternehmen bei der Börseneinführung in Großbritannien durchschnittlich acht Jahre alt sind, in New York (NYSE-NASDAQ) etwa 14 (13) Jahre, an den deutschen Börsen aber rund 55 Jahre."

- "Ein wesentlicher Beschränkungsfaktor für den Zutritt zum organisierten Kapitalmarkt liegt in der mangelnden Bereitschaft der Emissionsbanken, kleine und junge Unternehmen an die Börse zu begleiten."⁵⁷
- Zum Risiko der Banken gehört die im EU-Recht verankerte Prospekthaftung, die aber bisher kaum zum Tragen gekommen ist.⁵⁸
- Weiterhin besteht ein erhebliches Reputationsrisiko, wenn die Aktien des neuemittierten Unternehmens eine schlechte Kursentwicklung zeigen.⁵⁹
- Die Emissionsgebühren werden meist in Relation zum Emissionsvolumen berechnet, so daß bei kleinen und mittleren Unternehmen nur relativ geringe Erträge erwirtschaftet werden.⁶⁰
- Die von den meisten Banken festgelegten Kriterien der Börsenreife gehen über die gesetzlichen Börsenzulassungsbedingungen weit hinaus. Diese Kriterien legen einen Mindestumsatz von 100 - 300 Mio. DM und eine Mindestumsatzrendite von 3% - 6% fest.⁶¹ Ein Beispiel für eine zurückgewiesene Nachfrage durch Banken: Ultimaco Safeware AG, Oberursel, Weltmarktführer für PC-Sicherheit, 25 Mio. Umsatz, 1994 in eine AG umgewandelt, Dividende pro 50-DM-Aktie DM 13,75, Herr Görtz, der Vorstandsvorsitzende wurde von den Banken abgewiesen: "Bei einem Umsatz von weniger als 200 Mio. DM raten wir vom Börsengang ab."⁶²
- Die Berliner Wertpapierbörse definiert den Zielkorridor für die Börsenreife wie folgt:⁶³
 - Umsatz: Untergrenze 30 - 50 Mio. DM
 - Ertragskraft: Umsatzrendite vor Steuern zwischen 3% bis 6%
 - Branche: Unternehmen aus "Zukunftsbranchen" werden bevorzugt
 - Lebenszyklus: Ganz junge Unternehmen sind in der Regel "einem stärkeren Risiko ausgesetzt"

⁵⁷ ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 94.

⁵⁸ ebenda.

⁵⁹ ebenda.

⁶⁰ ebenda.

⁶¹ ebenda.

⁶² Die Welt, 6.11.95.

⁶³ Berliner WertpapierBörse: Der Gang an die Börse, S. 18.

- Management: Die technische und kaufmännische Qualifikation ist "mit der wichtigste Faktor"
- Die Voraussetzungen sind am ehesten erfüllt, wenn die Aktiengesellschaft seit mehreren Jahren besteht, eine solide Finanzstruktur aufweist, 3 - 5 Jahre positive Ergebnisse aufweist und für das laufende und kommende Jahr eine positive Ertragsprognose zuläßt.
- Diese Richtlinien geben einen Hinweis darauf, das die börsenwilligen Unternehmen nach finanziellen Gesichtspunkten und vergangenheitsorientiert beurteilt werden. Für technische, produktbezogene und zukunftsorientierte Beurteilungen ist das Know-how der Bankfachleute sicherlich unzureichend.
- Der Einfluß der Banken auf die Zulassung von Wertpapieren ist nicht unerheblich. Die Zulassung zum Geregeltten Markt oder zum Amtlichen Handel ist "vom Emittenten der Wertpapiere zusammen mit einem Kreditinstitut zu beantragen, das an einer inländischen Börse mit dem Recht zur Teilnahme am Handel zugelassen ist." (Börsengesetz §71 Abs. (2), Satz 1.) Über die Zulassung entscheidet der Zulassungsausschuß. Das Börsengesetz (§37 Abs. (1)) schreibt einen 50-prozentigen Mindestanteil von Personen in der Zulassungsstelle vor, die sich nicht professionell mit dem Börsenhandel beschäftigen. Der verbleibende Anteil wird an den deutschen Börsen von den Bankenvertretern meist ausgeschöpft, in einem Fall sogar überschritten:

Börsenplatz	Mitglieder der Zulassungsstelle	davon Bankenvertreter
Frankfurt	24	12
Düsseldorf	24	12
München	20	10
Hamburg	24	9
Stuttgart	18	9
Berlin	23	11
Hannover	20	11
Bremen	21	9

Quelle: Jahresbericht der Deutschen Börsen 1994, eigene Zählung.

- Die bisherige Entwicklung wird bei der Beurteilung der Unternehmen wesentlich stärker berücksichtigt als die zukünftigen Perspektiven. Unternehmen wie MMS Media und Music Service und Fast Multimedia AG aus München ziehen deshalb eine Notierung an der National Association of Securities Dealers Automatic Quotation (NASDAQ) vor.⁶⁴

⁶⁴ ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 94.

- Eine geringe Umsatzaktivität im Bereich der kleinen und mittleren Unternehmen führt zu einer geringen Liquidität und Informationsintensität. Hier liegt ein selbstverstärkender Effekt vor.⁶⁵

4.2 Analyse der Neuemissionen in den letzten Jahren

- Die Namen der neuemittierten Unternehmen wurden von der Deutsche Börse AG zur Verfügung gestellt. Leider gibt es keine entsprechende Zusammenstellung für den Freiverkehr.
- In den Jahren 1993 bis 1995 wurden insgesamt 38 Unternehmen neu im Amtlichen Handel oder im Geregeltten Markt notiert. Eine Analyse der Daten zeigt, daß die Kurse sich nach der Emission uneinheitlich entwickeln. 15 Unternehmen weisen nach 6 Monaten einen geringeren Kurs als den Ausgabekurs aus. Die Kursveränderungen haben eine breite Streuung.
- Jeweils die Hälfte der Unternehmen wurde in den Geregeltten Markt und den Amtlichen Handel eingeführt.
- Die Daten in der Übersicht (im Anhang befindet sich die vollständige Tabelle):

Anzahl der Neuemissionen in den Amtlichen Handel und dem Geregeltten Markt	1993	7
	1994	11
	1995	20
Umsatz (soweit ermittelt)	Mittelwert	588,49 Mio. DM
	Median	347 Mio. DM
	Bemerkung	Verzerrung durch Holdingstrukturen
Beschäftigte (soweit ermittelt)	Mittelwert	1759
	Median	1118
	Bemerkung	Verzerrung durch Holdingstrukturen
Alter bei Börsengang	Mittelwert	41 Jahre
	Median	29 Jahre
	Bemerkung	Verzerrung durch Umgründungen
Kursveränderungen nach 6 Monaten (verglichen wurde der Ausgabekurs und der Kurs nach sechs Monaten, vier der Unternehmen sind seit weniger als 6 Monaten notiert, hier wurde der Kurs vom 13.03.1996 verwendet.)	Maximalwert	90,91%
	Minimalwert	-27,66%
	Median	4,35%
	Mittelwert	11,77%
	Standardabweichung	30,37%

⁶⁵ ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 95.

Kursveränderungen nach 6 Monaten - nur Geregelter Markt	Median	-1,31%
	Mittelwert	8,93%
	Standardabweichung	30,78%
Kursveränderungen nach 6 Monaten - nur Amtlicher Handel	Median	10,0%
	Mittelwert	14,46%
	Standardabweichung	29,73%

- Unternehmensgröße und -alter: Die vorliegenden Daten bestätigen, daß in den beiden untersuchten Marktsegmenten kleine und mittlere Unternehmen kaum Zutritt finden. Das ermittelte durchschnittliche Alter ist mit etwa 41 Jahren zwar geringer als die Angaben des OECD (55 Jahre), da aber Verzerrungen der Altersangabe durch Umgründungen vorliegen können, ist der gefundene Mittelwert vermutlich zu gering. Holdingstrukturen führen überdies zum Teil zu einer Verzerrung der Beschäftigtenzahl und des Umsatzes, so daß die angegebenen Zahlen ebenfalls einen zu geringen Wert widerspiegeln.
- Kursveränderungen: Aufgrund der breiten Streuung sind die Daten kaum geeignet, die Vermutung, daß neuemittierte Werte mit zu geringen Ausgabekursen emittiert werden, zu bestätigen. Vielmehr geben die Daten einen Hinweis auf das mangelnde Know-how der Banken bei der Einschätzung des Marktwertes eines Unternehmens.
- Die Börsenneulinge im Amtlichen Handel entwickeln sich durchschnittlich besser als die im Geregelter Markt. Die Standardabweichung unterscheidet sich aber nur geringfügig.

4.3 Neuemissionen im Freiverkehr

Für die Neuemissionen im Freiverkehrsegment liegen nach Angaben der Deutsche Börse AG keine verlässlichen Daten vor. Die Deutsche Börse AG nennt sechs Neuemissionen in den Jahren 1993 und 1994 (Tabelle in der Anlage). Eine Untersuchung dieser Unternehmen ergibt, daß es sich in drei Fällen um Emissionen durch Nicht-Banken gehandelt hat und in drei Fällen die Privatbankiers Merck, Fink & Co. als Konsortialführer aufgetreten sind. Die Deutsche Bank wird zwar bei der "Berliner Spezialflug" als Konsortialführer angegeben, nach Angaben der Berliner Wertpapierbörse handelt es sich hier aber um eine Selbst-Emission (ohne Bankbegleitung). Die Firma Merck, Fink & Co. teilte mit, daß auch die von ihr 1994 in den Freiverkehr eingebrachten Unternehmen lediglich mit einem Unternehmensbericht, also nicht mit einem Prospekt an die Börse gebracht wurden. Dies entspricht der Markteinführung durch einen Makler, mit dem Unterschied, daß bei der Emission durch eine Bank neben einem besseren Vertriebsnetz für die Aktien auch die Reputation der Bank die Vermarktung der Aktien begünstigt.

Bei allen untersuchten Neuemissionen im Freiverkehr liegt der Kurs nach 6 Monaten über dem Ausgabekurs. In vier von sechs Fällen liegen die Kurssteigerungen weit über durchschnittlichen Kapitalmarktzinsen (bis zu 280%). Drei der überdurchschnittlichen Werte wurden durch die Bank Merck, Fink & Co. emittiert, der verbleibende wurde durch den Makler Baader emittiert (Kurssteigerung 57,67%).

Die Unternehmen sind nach den vorliegenden Daten junge Unternehmen (Mittelwert: 2,67 Jahre); dieser Wert hat leider keine Aussagekraft, da offensichtlich in den meisten Fällen die Umgründungsdaten angegeben sind.

Als Schlußfolgerung aus den sechs Neuemissionen im Freiverkehr läßt sich festhalten, daß hier noch weniger als im Amtlichen Handel oder im Regelten Markt auf das Interesse der Emittenten geachtet wurde. Die fehlende Vertriebsstruktur und Reputation kann die Emission durch einen Makler erschweren. Um hier eine Gleichwertigkeit zu Banken zu erreichen, müssen möglicherweise Preisabschläge der zu emittierenden Wertpapiere hingenommen werden.

4.4 Die Gründe, warum sich die Nicht-Banken nicht durchsetzen konnten

Banken dominieren die Finanzierung insbesondere der kleinen und mittleren Unternehmen, abgesehen von der Eigenfinanzierung der Unternehmer und der Innenfinanzierung, in nahezu allen Bereichen. Neben der Fremdkapitalfinanzierung sind Banken in erheblichem Maße auch in der Eigenkapitalfinanzierung involviert. Existenzgründungsprogramme werden über Banken abgewickelt, die Banken dominieren den Venture Capital-Markt, sie stellen in den Zulassungsausschüssen der Börsen etwa die Hälfte der Mitglieder, sie sind die erste Adresse für die meisten Privatanleger, sie halten Investmentfonds, die neuemittierte Aktien aufnehmen können. Die Banken verfügen über jeweils genügend Kapital, die Prospekthaftung übernehmen zu können, die dreißigjährige Haftungsverpflichtung aus der Anlageberatung führt ebenfalls zur Dominanz der kapitalstarken Banken. Der Freiverkehr ist das Marktsegment, in welchem eine Börseneinführung durch Nicht-Banken möglich ist. Gerade für den Freiverkehr gilt aber die Regelung des Börsengesetzes nicht, nachdem der Zulassungsausschuß nur zur Hälfte mit Bankenvertretern besetzt sein darf.

4.5 Die Ideen der Börsen

4.5.1 Berliner Wertpapierbörse

Aufgrund der zögernden Haltung der Banken bei der Emission von kleineren Gesellschaften, ermöglichen es die neuen Richtlinien über den Freiverkehr der Berliner Börse, Neuemissionen statt nur über zugelassene Kreditinstitute auch durch eine Maklerfirma durchführen zu lassen.

§ 3 der Richtlinien für den Freiverkehr an der Berliner Börse (neu seit Mitte 1995):

"Der Antrag auf Einbeziehung von Wertpapieren in den Freiverkehr kann von einem an der Berliner Wertpapierbörse zugelassenen Kreditinstitut oder Maklerfirma gestellt werden."

Die praktische Auswirkung dieser Änderung ist aber gering, weil der jeweilige Zulassungsantrag vom Freiverkehrsausschuß angenommen oder abgelehnt wird. In diesem Ausschuß gibt es per Geschäftsordnung eine Mehrheit von Bankenvertretern:

§ 3 der Geschäftsordnung des Freiverkehrsausschusses an der Berliner Wertpapierbörse:

(1) Der Freiverkehrsausschuß besteht aus höchstens 16 Mitgliedern, und zwar aus höchstens

6 Vertretern der Banken in der Form einer juristischen Person,

4 Vertretern der Privatbankiers,

1 Vertreter der Genossenschaftsbanken,

1 Vertreter der öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute und

4 Freien Maklern.

(2) Die Bankenmitglieder werden vom Bankenverband Berlin e.V. die Makler von der Makler-Gemeinschaft e.V. genannt und abberufen.

Im Amtlichen Handel und im Geregelteten Markt gilt, daß die Hälfte der Mitglieder der Zulassungsstelle Personen sein müssen, die sich nicht berufsmäßig mit dem börsenmäßigen Handel von Wertpapieren befassen, also keine Bankenvertreter sind. Dies gilt aber für den Freiverkehr nicht. An der Bremer Wertpapierbörse ist der Zulassungsausschuß für den Freiverkehr zur Hälfte mit Bankenvertretern besetzt.

Die Berliner Spezialflug ist das Beispiel der Berliner Wertpapierbörse für ein Unternehmen, das bereits 1993 ohne Bankbegleitung den Gang an die Börse geschafft hat. Die Muttergesellschaft Piper Generalvertretung Deutschland AG erhöhte dabei das Stammkapital, ihr Vorstand Wilfried Otto sorgte für die Vermarktung der Aktien, wobei er

persönliche und geschäftliche Freunde bemühte.⁶⁶ Dieses Beispiel stellt aber wohl eher einen Ausnahmefall dar.

4.5.2 Bremer Wertpapierbörse

Im Dezember 1994 hat die Bremer Wertpapierbörse den "Mittelstandsmarkt in Bremen - MMB" als Teil des Freiverkehrs errichtet:

- Angesprochen sind Unternehmen, die eine starke Marktposition, ein gutes Wachstumspotential und ein erfolgreiches Management aufweisen.
- Vorausgesetzt wird die Bereitschaft zur Publizität, Transparenz und laufender Information des Anlegers.
- Es werden keine Zulassungsprospekte oder Unternehmensberichte verlangt, es muß lediglich ein testierter Jahresabschluß vorgelegt werden.
- Antragsberechtigt sind gemeinsam mit den Emittenten auch Freimaklergesellschaften.
- Ein bestimmtes Mindestkapital ist nicht erforderlich, es soll aber bei der Plazierung ein Mindestvolumen von 500.000 DM untergebracht werden.
- Eine von der Bremer Börse gegründete Emissionsberatungsgesellschaft begleitet die börsenwilligen Unternehmen in der Vorbereitungsphase des Going Public. Die Beratungsgesellschaft versteht sich nicht als Konkurrenz zu Banken bei der Börseneinführung, sondern als Ergänzung. Sie übernimmt nicht die Prospekterstellung, dies wird von Freimaklern oder eben Banken übernommen. Die Beratungsgesellschaft berechnet die Kosten nicht nach dem Emissionswert, sondern aufgrund der tatsächlich angefallenen Kosten.
- Die Bremer Wertpapierbörse sprach bereits 1996 von großen Erfolgen dieser Gesellschaft, obwohl der Markt bis dahin noch nicht existierte. Der Erfolg begründete sich darin, daß die Beratungsgesellschaft bereits mehrere Beratungsmandate übernommen hatte und somit zuversichtlich den Markterfolg erwartete.

Als Gründe, warum der Markt sich nicht schneller entwickelt, wurden genannt:

1. Unternehmen tun den Schritt an die Börse nur einmal, die Vorbereitungszeit ist so lang, daß innerhalb der kurzen Zeit des Existierens des Mittelstandsmarktes noch kein Unternehmen diese Vorbereitungszeit abschließen konnte.
2. Die Mentalität der Deutschen im Vergleich zum angelsächsischen Raum begründet eine Risikoaversion.

⁶⁶ Berliner WertpapierBörse Aktuell, Nr. 5, Okt. 1995.

3. Die Scheu der Unternehmen vor der Öffentlichkeit kommt hinzu.
4. Für Banken lohnt die Börseneinführung kleiner Unternehmen aufgrund des geringen Emissionswertes nicht, da prozentual zum Emissionswert abgerechnet wird.
5. Es ist auch schwierig, Anleger für diese Art der Unternehmen zu finden.

4.5.3 EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotations)

EASDAQ ist eine computerbasierte Wertpapierbörse, die vor allem auf stark wachsende Unternehmen zielt. Von der Gründung am 11. Mai 1995 bis zum November 1995 gab es 43 Gesellschafter mit einem Beteiligungskapital von insgesamt 1 Million ECU. Der Start des Handels war am 25. November 1996. Die EASDAQ wird von einem breiten Spektrum an europäischen und US-amerikanischen Finanzintermediären unterstützt und ist mit der NASDAQ eng verbunden. Mittleren Schätzungen nach werden Ende 1997 50 und nach 5 Jahren 500 Unternehmen an der EASDAQ notiert sein. Ein dualer Handel an der NASDAQ und an der EASDAQ soll ermöglicht werden.

Die EASDAQ ist nicht in der Weise wie z.B. die Berliner Wertpapierbörse von Banken dominiert. Die Shareholder und das Board of Directors sind im Anhang aufgeführt.

Die vier "Schlüsselmerkmale" der EASDAQ

1. Ein unabhängiger Markt, der auf Wachstumsunternehmen fokussiert ist.
2. Ein integrierter Markt, auf den überall in Europa gleicher Zugriff herrschen soll.
3. Ein offener Markt, der auf Informationsflüsse fokussiert ist und einen hohen Grad an Information anstrebt.
4. Ein quotengesteuerter Markt mit aktivem Eingriff von Market Makern, ergänzt um ein ordergesteuertes System.

Die Welt schreibt am 17.08.95:

- die EASDAQ-notierten Unternehmen müssen den Plänen nach nur Halbjahres- und Jahresergebnisse veröffentlichen
- "Im Gegensatz zur Frankfurter Börse braucht ein Unternehmen für die Notierung weder eine Bank noch drei bis vier Bilanzen mit Gewinn vorzulegen, um notiert zu werden." (Johannes Lucas von Lehman Brothers)

Bundesverband Deutscher Banken:⁶⁷

⁶⁷ Bundesverband deutscher Banken, a.a.O., S. 17.

- "Diese Börse findet bisher starke Unterstützung durch die Märkte London und Paris. Die deutschen Marktteilnehmer zeigen sich gegenwärtig eher zurückhaltend."

4.5.4 Sonstige

4.5.4.1 Nouveau Marché Paris⁶⁸

Nouveau Marché ist eine Börse, die ähnlich der EASDAQ konzipiert ist. Sie ist bereits am 14. Februar 1996 in Paris gestartet. Ziel des Nouveau Marché ist, wie das der EASDAQ, ein Pendant zur NASDAQ zu werden. Angesprochen sind auf der einen Seite risikofreudige Anleger, auf der anderen Seite kleine wachstumsstarke Unternehmen. Der Handel soll computerbasiert und mit Einsatz von Market Makern abgewickelt werden. Gesellschafter sind neben der Pariser und Brüsseler Börse, Banken, Investmentgesellschaften, Versicherungen und Venture Capital-Unternehmen.

Börsenneulinge müssen über eine Bilanzsumme von mindestens 5,8 Mio. DM und über Eigenmittel von mehr als 2,3 Mio. DM verfügen. Bei der Börseneinführung sind mindestens 100.000 Aktien im Nominalwert von umgerechnet 2,8 Mio. DM anzubieten. Der Nachweis eines Gewinns oder Mindestumsatzes wird nicht gefordert. Nach drei Jahren werden alle gelisteten Unternehmen geprüft, bis dahin sollten sie die Gewinnschwelle erreicht haben.

4.5.4.2 Börsenzentrum Leipzig

Das Börsenzentrum Leipzig soll eine Informationsbörse für Beteiligungen an kleinen und mittelständischen Unternehmen zur Reduzierung von Suchkosten werden.⁶⁹ Unterhalb der Börsennotierung sollen unter Berücksichtigung des Konkurrentenschutzes Daten kapitalsuchender Unternehmen gespeichert werden. Auch soll die Börse Verhandlungen mit Kapitalgebern einleiten. In einer weiteren Stufe sollen testierte Jahresabschlüsse analysiert und in Form von Bilanzkennzahlen veröffentlicht werden.⁷⁰ Knapp 40% der von Gerke befragten mittelständischen Unternehmen wären bereit, eine Informationsbörse zur Eigenkapitalbeschaffung in Anspruch zu nehmen, fast 75% wären bereit, sie gegebenenfalls zur Beteiligungssuche zu nutzen.⁷¹ Eine Rating-Agentur könnte das Problem der asymmetrischen Information mindern helfen. Die Haftung und die Kosten der Agentur

⁶⁸ Die Welt, 10. Feb. 1996.

⁶⁹ Bundesverband deutscher Banken, a.a.O., S. 14.

⁷⁰ BMWi: a.a.O., S. 13.

⁷¹ ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 140.

soll der Kapitalnachfrager übernehmen. Die Fungibilität soll durch die Standardisierung der zu übertragenden Eigenkapitalparte erhöht werden.⁷²

4.5.4.3 Zeus-Modell der Deutsche Börse AG

- Idee: Schaffung einer anlegerorientierten Marktsegmentierung des Aktienmarktes
- Ziele: deutliches Wachstum des Handelsvolumens und der Liquidität und eine höhere Zahl von Neuemissionen am Markt
- Maßnahmen:
 - Festlegung der Marktsegmente: im Segment "Domestic Products" sollen u.a. die Untergruppen Investivwerte und Wachstumsaktien enthalten sein.
 - Wachstumsaktien (Qualitätssegment): Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mindestens 50 Mio. DM oder einem Jahresumsatz von mindestens 100 Mio. DM pro Jahr, die Unternehmen sollen regelmäßig standardisierte Managementberichte zur Geschäftsentwicklung vorlegen, die durch die Gruppe Deutsche Börse aktiv vermarktet werden.
 - Investivmarkt: Zielgruppe sind Unternehmen unter 50 Mio. DM bzw. unter 100 Mio. DM Umsatz pro Jahr
 - Ein "Emittentenservice" zur Heranführung mittelständischer Unternehmen an die Börse soll bei der Gruppe Deutsche Börse errichtet werden. Dieser Emittentenservice ist mit der Beratungsgesellschaft der Bremer Börse vergleichbar: er beteiligt sich nicht an der Emission und Plazierung, sondern arbeitet eng mit Emissionshäusern, Wirtschaftsprüfern etc. zusammen.
 - Schaffung einer Markt- und Unternehmensdatenbank, um das Informationsangebot für Nebenwerte zu verbessern

4.6 Aktien per Internet

Mit "Wit Trade" hat in New York 1996 eine Brauerei die erste Internet-Wertpapierbörse eröffnet. Der Handel wurde nur kurz nach Einführung wegen Rechtsbedenken unterbrochen. Bei Wit Trade sollten Käufer und Verkäufer von Aktien über das Internet zusammengeführt werden und durch digitale oder herkömmliche Verträge Handel betreiben können. Banken und Makler werden für diesen Handel nicht benötigt, so daß die Transaktionskosten erheblich sinken. Das Argument der Gegner der Internet-Börse ist vorrangig der mangelnde Anlegerschutz.

⁷² ebenda, S. 141.

5 Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalquote

Eine Analyse der Eigenkapitalquote und Eigenkapitalrendite der Unternehmen der Bonner Stichprobe zeigt folgende Ergebnisse:

1. Die durchschnittliche Eigenkapitalquote aller untersuchten Unternehmen sinkt deutlich im Zeitraum von 1966 bis 1981. Von 1982 bis 1994 stabilisiert sich die Eigenkapitalquote bzw. steigt wieder leicht an.
2. Die durchschnittliche Eigenkapitalquote der Top 30-Unternehmen⁷³ liegt deutlich über dem Durchschnitt aller Unternehmen. Sie sinkt ebenfalls von 1966 bis 1981, steigt aber in den Jahren 1982 bis 1994 wieder deutlich an.
3. Die durchschnittliche Eigenkapitalquote der Bottom 30-Unternehmen liegt deutlich unter dem Durchschnitt aller Unternehmen. Sie sinkt in den Jahren 1966 bis 1981 deutlicher als der Durchschnitt und findet erst 1983 ihren Tiefpunkt. Ab 1983 hat die Eigenkapitalquote der Bottom 30-Unternehmen eine Tendenz zu steigen, der Anstieg ist aber geringer als der der Top 30-Unternehmen.
4. Die durchschnittliche Eigenkapitalrendite aller Unternehmen sinkt tendenziell von 1966 (11,45%) bis 1994 (4,69%).
5. Die durchschnittliche Eigenkapitalrendite der Top 30-Unternehmen steigt tendenziell von 1966 (12,33%) bis 1994 (15,61%).
6. Die durchschnittliche Eigenkapitalrendite der Bottom 30-Unternehmen sinkt mit erheblichen Schwankungen tendenziell von 1966 (7,95%) bis 1994 (-0,64%). Der Tiefpunkt wird 1993 mit 17,70% erreicht.
7. Eine graphische Darstellung der Eigenkapitalquote und -rendite aller Unternehmen mit Einfügung einer Trendlinie weist auf den Zusammenhang zwischen Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalquote der Unternehmen hin. Die Bedeutung eines Anreizes für Eigenkapitalgeber wird anhand der gefundenen Daten besonders deutlich. (Tabelle und Graphiken: siehe Anlage)

⁷³ Berechnet nach dem Sechseck-Kriterium.

6 Lösungsansätze

6.1 Vorschläge aus dem Papier des Bundesverbandes deutscher Banken

- Senkung der Ertragsteuersätze auf ein international übliches Niveau
- Abbau vermögensabhängiger Steuern
- Abbau der Gewerbesteuer
- Aussetzung des § 15a EStG, um den Abzug von Verlusten unbegrenzt und in tatsächlicher Höhe (statt nur in der Höhe der geleisteten Einlagen) zu ermöglichen (problematisch, weil mittelständische Unternehmen in der Rechtsform der Kapitalgesellschaft nicht erreicht werden und die Gefahr der Gründung von Verlustzuweisungsgesellschaften droht)
- Gleiche Quellenbesteuerung für Aktien und Anleihen: Spar- und Anleihezinsen werden mit 30%, Aktiendividenden mit 47,5% (Kapitalertragsteuer und Körperschaftsteuer) besteuert.
- Steuerliche Anreize für das Aktiensparen
- Anhebung des Sparerfreibetrages für Einkünfte aus Produktivvermögen
- Veränderung des Vermögensbildungsgesetzes mit Präferenzierung des Beteiligungs-sparens
- Modifizierung des § 19a EStG, der den verbilligten Erwerb von Beteiligungen über den Arbeitgeber begünstigt: Heraufsetzung des Freibetrages
- Förderung des Vorsorgesparens durch Aktien
- Aufhebung der Besteuerung von Spekulationsgewinnen
- Förderung indirekter Beteiligungen: bereits mit § 7a des Fördergebietsgesetzes realisiert: die KfW und die Deutsche Ausgleichsbank helfen hier Fremdkapital in Beteiligungskapital umzuwandeln. Die britische Alternative ist die Schaffung eines geschlossenen Fonds für Beteiligungen an kleinen Unternehmen. Die Geldanlage in diesen Fonds wird durch steuerliche Anreize unterstützt.
- Änderung des § 8a KAGG, so daß Investmentfonds mehr als 10% des Kapitals eines Unternehmens halten dürfen
- Ausdehnung des § 6b EStG: Befreiung der Gewinne aus der Veräußerung von Beteiligungen von der Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer, sofern sie innerhalb eines bestimmten Zeitraums als Beteiligungen in andere Unternehmen fließen. [Gilt derzeit nur für Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBG).]
- Umstellung der betrieblichen Altersversorgung von der Rückstellungsfinanzierung auf Pensionsfonds

- Straffung der Palette der Förderprogramme: Reduzierung auf wenige allgemeingültige Förderprogramme
- EKH-Darlehen sollten ertragsabhängig und nicht fest verzinst werden.
- Eigenkapitalhilfen in den NBL sollten mit Management-Know-how Transfer verknüpft werden.
- Die Beteiligungsgesellschaft Neue Länder (BNL) ist eine von den privaten Kreditinstituten gegründete Gesellschaft mit einer Kapitalausstattung von 400 Mio. DM, die die Freistellung von Eigenkapital und die Vermittlung von Management-Wissen verknüpfen soll. Es werden nur Mehrheitsbeteiligungen übernommen. Die Beteiligung ist vertraglich auf 10 Jahre begrenzt, so daß Vorbehalte der Alteigentümer entkräftet werden.

6.2 BMWi: Bericht der Ressortarbeitsgruppe "Risikokapital für Existenzgründer und mittelständische Unternehmen"

Maßnahmen als Diskussionsgrundlage:

1. Umsetzung der EG-Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen
2. Modernisierung der Prospekthaftung
3. Verstärkte Emissionsbemühungen
4. Verkürzung der Verjährungsfrist aus Beratungshaftung
5. Unterteilung von Marktsegmenten an den deutschen Börsen nach Publizitätsbereitschaft der Unternehmen und ihrer Risiko- und Ertragsrelation
6. Errichtung einer Deutschen Informationsbörse
7. Bereitstellung zusätzlicher Liquidität an der Börse durch zum Wertpapierhandel zugelassene Handelshäuser oder Banken
8. Einführung von Investmentfonds in der Form der Aktiengesellschaft unter dem Dach des Kapitalanlagegesellschaftengesetzes mit entsprechendem Bezeichnungsschutz
9. Schaffung eines neuen Typs von Sondervermögen bei Investmentfonds mit verlängerter Fördermöglichkeit für Sparer, Prüfung der Zulassung eines speziellen Versicherungsproduktes mit Schwerpunkt Vermögensanlage Aktie
10. Reform der Förderung der Beteiligungsgesellschaften
11. Lockerung des § 32a GmbH-Gesetz für Beteiligungen unter 10% des Gesellschaftskapitals
12. Standardisierung von Genußscheinen auf freiwilliger Basis: Für Unternehmer, die nicht bereit sind, Mitspracherechte einzuräumen, kommen als Eigenkapitalersatz

Genußrechte in Betracht. Eine Standisierung der Genußscheine könnte die Chance erhöhen, sie tatsächlich an die Börse zu bringen.⁷⁴

13. Prüfung im steuerlichen Bereich:

- Erbschaft- und Schenkungsteuer sowie Vermögensteuer auf der Grundlage der Beschlüsse des Bundesverfassungsgerichts
- Anhebung des Vermögensteuersatzes für Geldmarkt- und Rentenfonds
- Gleichstellung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften und Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
- Verkürzung der Bindungsfrist (bisher 6 Jahre) für Beteiligungen von Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
- Unternehmensteuerreform, insbesondere die Abschaffung der Gewerbesteuer in Verbindung mit einer mittelstandsfreundlichen Senkung der Gewerbeertragsteuer
- Vermögenspolitische Initiative

14. Änderungen im Rahmen des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes

- Schaffung der rechtlichen Voraussetzungen für die Zulassung von Investmentgesellschaften in der Rechtsform der AG und Ausstattung mit entsprechendem Bezeichnungsschutz
- Zulassung von zeitlich begrenzten Aktienfonds

15. Bildung von Sondervermögen bei Kapitalanlagegesellschaften, die überwiegend in Aktien angelegt werden. Das angesammelte Vermögen kann bei Auszahlung im Rahmen einer Lebensversicherung in eine lebenslange Rente umgewandelt werden. Die Bundesregierung plant, diese Sondervermögen im KAGG zu verankern. Sie könnten in die Beteiligungsförderung nach dem Fünften Vermögensbildungsgesetz sowie nach dem § 19a EStG einbezogen werden. Auch die Versicherer könnten in diesem Zusammenhang veranlaßt werden, den Rahmen für die Investition in Risikokapital (35%) besser auszuschöpfen. Die Bundesregierung prüft, Regelungen für Lebensversicherer und Pensionskassen zu schaffen, die Anreize, in Risikokapital zu investieren, erhöhen sollen.

16. Ein Gesetzentwurf zur Verbesserung der durch § 32a GmbH-Gesetz entstehenden Probleme wird von der Bundesregierung vorgelegt werden. Der Paragraph soll die Umqualifizierung in eigenkapitalersetzende Darlehen aussetzen, wenn die Beteiligung nicht mehr als 10% erreicht.⁷⁵

⁷⁴ BMWi: a.a.O., S. 17.

⁷⁵ BMWi: a.a.O., S. 16.

6.3 Die Vorschläge aus dem ZEW-Gutachten

1. Unternehmenskontrolle: Kurzfristige steuerliche Erleichterungen bei der Aufnahme von Eigenkapital.
2. Gesellschaftsrecht: Einschränkung des § 32a GmbHG und Regelung entsprechend § 25 UBGG auch für andere Beteiligungsgesellschaften, gleichzeitig Aufhebung des § 25 UBGG.
3. Steuerliche Förderung der Beteiligung von Privatpersonen am Aktienkapital von UBG
4. Gewährung von zinslosen Darlehen an UBG mit hohem KMU-Anteil im Portefeuille.
5. Einbeziehung von UBG in die Förderung der Vermögensbildung, z.B. durch die Erweiterung des Aktiensparplans des Deutschen Aktieninstitutes e.V. auf UBG.
6. Schaffung von geschlossenen Investmentfonds (Fonds des Gesellschaftstyps) im KAGG mit Bezeichnungsschutz, z.B. "Investment-Aktiengesellschaft" mit folgenden Eigenschaften:
 - Geschäftszweck ist "die ordentliche Verwaltung von Vermögen Dritter in Wertpapieren, Beteiligungen oder wertpapierähnlichen Finanztiteln",
 - das gezeichnete Kapital ist mindestens 5 Mio. DM, die Börsenzulassung ist beantragt oder bereits erfolgt,
 - die Aktien werden innerhalb von 6 Monaten im amtlichen Handel oder im geregelten Markt notiert.
 - Durch die entsprechende Aufnahme in das KAGG gelten diese Investmentfonds automatisch als Kreditinstitute.
 - Es gelten Mindestvorschriften zur Risikostreuung.
 - Ein detaillierter Emissionsprospekt wird erstellt, und die laufende Erstellung von Zwischenberichten ist Pflicht.
 - Eine Beteiligung bis zu 25% am Kapital eines Unternehmens bzw. bis zu 49% bei KMU ist erlaubt.
 - Die Besteuerung geschieht analog zu UBG.
7. Umstellung der Sozialversicherungssysteme auf ein Kapitaldeckungsverfahren.
8. Abschaffung der Gewerbesteuer, zumindest der Gewerbekapitalsteuer.
9. Abschaffung der Vermögensteuer, zumindest der Doppelbesteuerung, oder Erhöhung der Freibeträge zum Schutz der kleinen und mittleren Unternehmen.
10. (Körperschaft-)Steuerbegünstigung der nicht ausgeschütteten Gewinne.

11. Gewährung des Freibetrages auch für Anteile von Kapitalgesellschaften im Rahmen der Erbschaftsteuer (im Jahressteuergesetz 1996 bereits für eine Mindestbeteiligung von 25% vorgesehen) oder gänzliche Steuerbefreiung.
12. Vereinheitlichung der Zahlungsmodalitäten bei Schenkung- und Erbschaftsteuer im Falle der Personengesellschaften und Kapitalgesellschaften insbesondere der Zahlungsfristen.
13. Stundung bzw. Erlassung der Erbschaft- bzw. Schenkungsteuer unter bestimmten Bedingungen bei der Übertragung kleiner und mittlerer Unternehmen und Einbeziehung eines persönlichen Höchstbetrages von 50.000 DM, wenn die fällige Steuer in das übertragene Unternehmen oder ein anderes kleines oder mittleres Unternehmen investiert wird. Sonderregelungen für die Investition in UBG und geschlossene Investmentfonds können ebenfalls vorgesehen werden. (Gerke schlägt konkrete Gesetzesänderungen vor, S. 131).
14. Aufhebung der Steuerbegünstigung von Kapitallebensversicherungen.
15. Schaffung eines zusätzlichen Freibetrages für Kapitalerträge aus kleinen und mittleren Unternehmen und Herausnahme von neuemittierten Anteilen an diesen Unternehmen aus der Vermögensteuerpflicht.
16. Schaffung der rechtlichen Grundlagen für die Erleichterung der Errichtung von Wertpapierhandelshäusern nach angelsächsischem Vorbild.
17. Schaffung von "Liquiditätshändlern" bzw. "Betreuern" im Börsenhandel zur Verbesserung des Handels kleiner und mittlerer Unternehmen.
18. Weiterführung des Eigenkapitalhilfeprogramms
19. Implementierung der Deutschen Informationsbörse (DIB)

6.4 Vorschläge des Deutschen Aktieninstitutes e.V.

Das Deutsche Aktieninstitut macht Vorschläge zur Verbesserung der Akzeptanz von Aktien als Anlageform für Privatanleger. Der konkrete Vorschlag lautet wie folgt:⁷⁶

Zielgruppe: alle Einkommensteuerpflichtigen

Anlagebetrag: bis zu 2.400 DM p.A.

Medium: Aktie oder Aktieninvestmentfonds

Förderhöhe: 20% des investierten Betrages

Förderweg: Abzug von der Einkommenschuld

⁷⁶ Börsenzeitung vom 23.12.1995 und Deutsches Aktieninstitut: Privater Aktiensparplan - PAS, 1996.

Anlagefrist: mindestens 12 Jahre

Steuer: Freistellung des Depots von der Einkommen- und Vermögensteuer

Für die Verbesserung der Risikokapitalsituation kann dieser Vorschlag nur indirekt hilfreich sein, da er vorwiegend auf Standardwerte zielt. Die steigende Akzeptanz von Aktien als Anlageform könnte aber auch zu Spillover-Effekten führen, wenn das Volumen des gesamten Handels steigt. Zusätzlich könnte das in dieser Form angesparte Kapital gezielt in Unternehmensbeteiligungsgesellschaften gelenkt werden, was einen direkten Einfluß auf die Risikokapitalsituation mit sich bringen würde.⁷⁷

6.5 Gutachten über Möglichkeiten zur Verbesserung der institutionellen Rahmenbedingungen für Unternehmensbeteiligungsgesellschaften⁷⁸

1. Freistellung von der Körperschaftsteuer: Vorschlag: Befreiung der Veräußerungsgewinne unabhängig davon, ob diese Veräußerung von kapitalgesellschaftsrechtlichen oder personengesellschaftsrechtlichen Beteiligungen herrühren.
2. Freistellung der UBG-Gesellschafter von der Einkommensteuer:
 - a) Freistellung der Privatanleger, um eine Diskriminierung der Anleger bei UBG gegenüber Direktanlegern zu vermeiden.
 - b) Freistellung der institutionellen Anleger: Hier wird ein steuerlicher Vorteil der institutionellen Anleger geschaffen, der eine indirekte Subvention bedeutet.
3. Erleichterungen für die UBG bei der Besteuerung der Gewinne aus laufenden Beteiligungserträgen: Vorschlag: Völlige oder teilweise Befreiung dieser Überschüsse von der Körperschaftsteuer.
4. Erleichterungen für die Anleger:
 - a) Privatanleger: Teilweise Steuerbefreiung der Ausschüttungen
 - b) Institutionelle Anleger: Keine Steuerbefreiung
5. Steuerliche Förderung des Erwerbs von UBG-Anteilen
 - a) Steuerliche Absetzung der Anschaffungskosten bei der Einkommensteuer
 - b) Die steuerliche Begünstigung der Anschaffung von UBG-Anteilen und die Begünstigung der Gewinne aus UBG-Anteilen muß so abgestimmt werden,

⁷⁷ ZEW-Gutachten: a.a.O., S. 118.

⁷⁸ Vollmer, L.: Gutachten über Möglichkeiten zur Verbesserung der institutionellen Rahmenbedingungen für Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, erstellt im Auftrag des BVK, 1996.

daß der Anreiz einer Beteiligung auch in großer Höhe vorhanden ist und diese Beteiligungen auch rentabel sind. Es sollte ein bestimmter Prozentsatz des von der UBG an die Privatanleger ausgeschütteten Gewinns steuerfrei gestellt werden.

6. Zulassung von Eigenkapital-Genußscheinen bei der Refinanzierung
7. Zulassung der KGaA und der GmbH als Gesellschaftsform der UBG zusätzlich zur AG
8. Begrenzung der Pflicht, das Eigenkapital nach einer Anlaufphase der UBG an der Börse anzubieten
9. Erweiterung der Rechte, Mehrheitsbeteiligungen zu halten
10. Schaffung bzw. Verbesserung von Möglichkeiten im Ausland zu investieren
11. Staatliche Ausfallgarantien für besonders risikobehaftete Beteiligungen

6.6 Förderung der Anleger und Investoren im Zusammenhang mit Kapitalbeteiligungs- und Venture Capital-Gesellschaften⁷⁹

1. Die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen für Kapitalbeteiligungs- und Venture Capital-Gesellschaften ist unsystematisch geregelt (Beispiele ab S. 6). Vorschlag: Grundsätzliche Steuerbefreiung von Veräußerungsgewinnen für Kapitalgesellschaften und Ausländer, insbesondere Befreiung von der Gewerbesteuer. Ebenfalls sollten Veräußerungsgewinne natürlicher Personen befreit werden. Ausgenommen werden sollten Veräußerungen die zur Wertaufholung von durch Teilwertabschreibungen verminderten Werten führen, da ansonsten Abschreibungen zu endgültigen Steuerbefreiungen führen würden.
2. Die Besteuerung der Kapitalbeteiligungs- und Venture Capital-Gesellschaften ist ungünstiger als die von geschlossenen oder offenen Immobilienfonds, offenen Wertpapierfonds, offenen Geldmarktfonds, im Ausland domizilierenden Fonds mit Interessen im Inland.
3. Die laufende Besteuerung aus Anlagen von Kapitalbeteiligungs- und Venture Capital-Gesellschaften ist zu verbessern.

a) Berücksichtigung von Anlaufverlusten

⁷⁹ Haarmann, Hemmelrath & Partner: Förderung der Anleger und Investoren im Zusammenhang mit Kapitalbeteiligungs- und Venture-Capital-Gesellschaften, Gutachten erstellt im Auftrag des BVK, 1996.

- b) Befreiung der Kapitalbeteiligungs- und Venture Capital-Gesellschaften von der Vermögensteuer
 - c) Aufhebung der Gewerbesteuer für alle Eigenkapitalbeteiligungsgesellschaften
 - d) § 10 Nr. 4 KStG, der die besondere Aufsichtsratsbesteuerung regelt, ist zu streichen.
 - e) Ertragsteuerpräferenzen für junge Unternehmen erscheinen fragwürdig, da erst geringe oder gar keine Gewinne erwirtschaftet werden.
 - f) Eine echte Förderung könnte eine Umsatzsteuerpräferenz bedeuten.
 - g) Eine Übernahme von Transaktions- und Management-Kosten könnte gewährt werden.
 - h) Ausländische Beteiligungsunternehmen sollten nicht durch die hohe Veräußerungsgewinnbesteuerung behindert werden.
 - i) Die Behinderung der Holdinggesellschaften durch den fehlenden umsatzsteuerlichen Vorsteuerabzug, der auch die Kapitalbeteiligungs- und Venture Capital-Gesellschaften betrifft, ist aufzuheben.
 - j) Für "exit"-orientierte Kapitalbeteiligungs- und Venture Capital-Gesellschaften ist es mißlich, daß der Thesaurierungs-Körperschaftsteuersatz immer noch über dem Ausschüttungssatz liegt.
4. Lohnsteuerliche Risiken bei Management-Buy-Outs sollten abgebaut werden.
5. Der Zugang zur Börse für kleine und mittlere Unternehmen wird durch überkommene Vertriebsstrukturen von Aktien, durch den Aufbau von Vermögen durch Vermögensverwalter, aber auch durch die steuerlichen Präferenzen für passive Anlagen behindert.
6. Das Steuerrecht sowie die Gläubigerschutzbestimmungen im deutschen Handels-, Gesellschafts- und Insolvenzrecht benachteiligen das Eigenkapital in einer für den Standort Deutschland gefährlichen Weise. Die Vermögen-, die Gewerbekapital-, aber auch die Ertragsteuern können durch eine höhere Fremdfinanzierung reduziert werden. Fremdkapitalgeber sind im deutschen Gesellschafts- und Insolvenzrecht weitgehender geschützt als in Ländern, in denen die Konkursantragspflicht nicht an der Überschuldung sondern nur an die Insolvenz geknüpft ist. Die Gläubigerschutzbestimmungen sollten zugunsten einer stärkeren Eigenkapitalorientierung allmählich zurückgenommen werden.

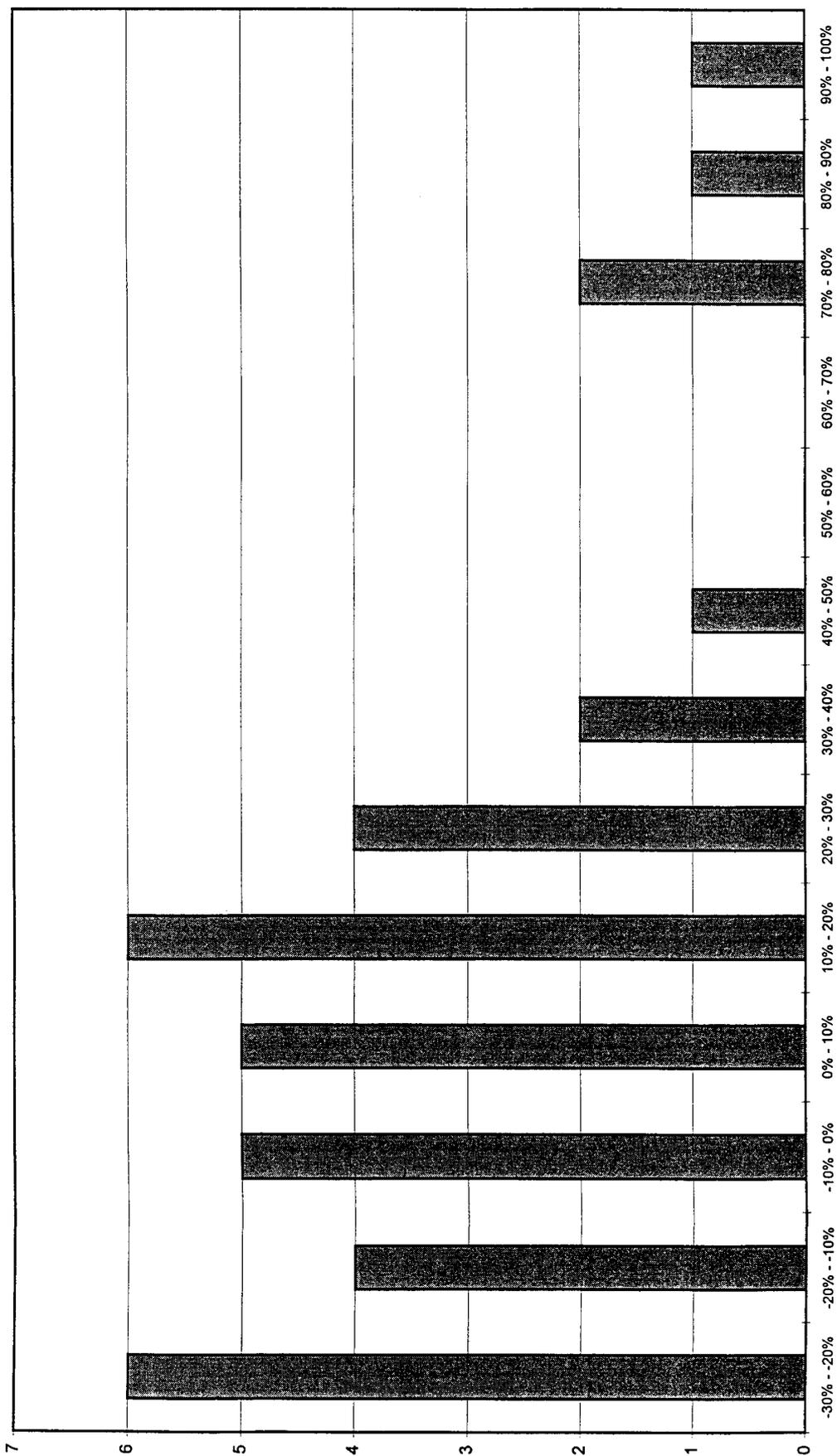
G. Anlagen

1. Tabelle: Neuemissionen in den Jahren 1993 - 1995 (Geregelter Markt und Amtlicher Handel)
2. Graphik: Häufigkeitsverteilung der Kursveränderung nach 6 Monaten (Geregelter Markt und Amtlicher Handel)
3. Tabelle Neuemissionen im Freiverkehr (soweit ermittelt)
4. EASDAQ: The Shareholders
5. EASDAQ: The Board of Directors
6. ZEW-Gutachten, S. 144 ff.: Handlungsempfehlungen zur Verbesserung des Zugangs für mittelständische Unternehmen und Unternehmensgründer zum Kapitalmarkt - geordnet nach Prioritäten und Wirkungsgrad
7. Tabelle und Graphiken: Bonner Stichprobe: Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalquote

**Neuemissionen in den Jahren 1993 - 1995
Geregelter Markt und Amtlicher Handel**

Jahr	Firma	gegründet/Alter	Umsatz/Jahr	Beschäftigte	Nennwert	Börsengang	Ausgabekurs	Kurs n. 6 Monaten	Änderung	Segment	Konsortiaführer
1993	CeWe Color Holding	1961	408.2	2226	30	25.3	335.00	328.00	-2.09%	GM	BHF-Bank
1993	DB Soft AG	1988	5.5		4	31.3	215.00	339.00	57.67%	FV	Makler Bader
1993	Wayss & Freitag	1893	1000		62	28.6	580.00	580.00	0.00%	AH	BHF-Bank
1993	Plettac AG	1962	299	741	45	8.7	380.00	660.00	73.68%	AH	BHF-Bank
1993	Berliner Spezialflug	1993	0		6	23.8	70.00	72.00	2.86%	FV	Deutsche Bank
1993	Heilit & Wörner	1897	96		60.75	29.9	625.00	600.00	-4.00%	AH	Bayer. Vereinsbank
1993	Windhoff AG	1914	79	437	12	12.10	375.00	479.00	27.73%	GM	Trinkhaus
1993	Hornbach Baumarkt	1877	900	2000	75	15.11	890.00	1030.00	15.73%	AH	BHF-Bank
1993	Elektra Beckum	1964	216	553	20	18.11	325.00	410.00	26.15%	GM	Commerzbank
1994	Bien-Haus AG	1983	104	362	12.3	5.5	580.00	659.00	13.62%	AH	DG Bank
1994	M.A.X. Holding AG	1991	123	427	18	27.5	340.00	304.00	-10.59%	GM	Bayer. Hypo
1994	Schalbau AG	1929	37	448	50	22.6	250.00	255.00	2.00%	GM	Deutsche Bank
1994	Rolf Benz AG	1964	214	879	6	5.7	360.00	321.00	-10.83%	GM	Deutsche Bank
1994	MHM Mode Holding	1989	344	1648	22	12.7	470.00	411.00	-12.55%	GM	Bayer. Hypo
1994	Berentzen Gruppe	1993	839	787	16	14.7	345.00	343.00	-0.58%	GM	DG Bank
1994	Löwenbräu AG	1992	2		20	28.7	300.00	1140.00	280.00%	FV	Merck, Fink & Co.
1994	LB Nymphenburg	1992	2		10.4	28.7	1250.00	2170.00	73.60%	FV	Merck, Fink & Co.
1994	Staatl. Mineralbrunnen	1994	0		15.5	28.7	180.00	500.00	177.78%	FV	Merck, Fink & Co.
1994	Ballmeier & Schulz Wertpapier AG	1993	1	30	6	20.7	295.00	233.00	-21.02%	GM	American Express
1994	Fielmann	1972	601	3936	400	15.9	44.50	50.00	12.36%	AH	WestLB
1994	Markt	1989	608		5.5	5.10	240.00	199.00	-17.08%	GM	Bayer. Vereinsbank
1994	GIVAG	1991	2		20.4	14.10		0.00		GM	Bankhaus Partin
1994	Hannover Rückversicherung	1966	28		353.11	30.11	75.00	60.00	-20.00%	AH	Commerzbank
1994	Deutsche Beamtenvorsorge	1990	4		39.9	15.12	74.20	78.00	5.12%	FV	Makler Baader
1995	SERO Entsorgung	1991	2	13	30	14.3	22.50	40.00	77.78%	GM	Sachsen LB
1995	Hucke, Lübbecke	1934	581	1345	38.5	30.3	23.00	24.00	4.35%	AH	Deutsche Bank
1995	SGL Carbon Wiesbaden	1966	29	1435	104.7	7.4	55.00	105.00	90.91%	AH	Dresdner Bank
1995	burghad AG	1946	121	615	16	8.5	24.50	24.00	-2.04%	GM	WestLB
1995	SKW Trostberg	1908	87	1973	315	24.5	29.00	31.00	6.90%	AH	Deutsche Bank
1995	APCOA Parking	1994	1		9.3	1.6	71.00	94.00	32.39%	GM	Trinkhaus
1995	Schwarz Pharma	1946	49	1084	112.7	19.6	53.00	66.00	24.53%	AH	Deutsche Bank
1995	Kiekert AG	1857	138	2795	57	28.6	57.00	85.00	49.12%	AH	Deutsche Bank
1995	Tarkett AG	1992	3	4484	162	29.6	32.00	33.00	3.13%	AH	Deutsche Bank
1995	IFA Hotel & Touristik AG	1982	13	133	33	12.7	30.00	33.00	10.00%	AH	Dresdner Bank
1995	Friatec	1990	5	350	80	24.7	32.00	25.00	-21.88%	GM	Commerzbank
1995	Alno	1927	68	764	39	27.7	59.00	46.00	-22.03%	AH	Commerzbank
1995	Mühl Product & Service	1919	76	433	30.8	25.8	13.00	24.00	84.62%	GM	WestLB
1995	Indus Holding	1989	6	1152	67.5	13.9	29.00	32.00	10.34%	GM	WestLB
1995	Praktiker AG	1979	16	3257	330	22.9	47.00	34.00	-27.66%	AH	Deutsche Bank
1995	Merck	1827	168	9530	860	20.10	54.00	60.00	11.11%	AH	Dresdner Bank
1995	Creaton AG				35	9.11	42.00	32.00	-23.81%	GM	Dresdner Bank
1995	Eiffel				32	16.11	52.00	63.50	22.12%	GM	Dresdner Bank
1995	Adidas AG	1989	6	1500	226.7	17.11	69.00	95.50	38.41%	AH	Dresdner Bank
1995	MVS AG				66.7	30.11	24.00	22.70	-5.42%	AH	Bankges. Berlin

Häufigkeitsverteilung der Kursveränderungen nach 6 Monaten (Geregelter Markt und Amtlicher Handel)



**Neuemissionen in den Jahren 1993 - 1995
Freiverkehr (soweit ermittelt)**

Jahr	Firma	gegründet	Alter	Gez. Kapital in Mio. DM	Börsengang	Ausgabekurs	Kurs n. 6 Monaten	Änderung	Segment	Konsortialführer
1993	DB Soft AG	1988		4	31.3.	215.0	339.00	57.67%	FV	Makler Baader
1993	Berliner Spezialflug	1993		6	23.8.	70.0	72.00	2.86%	FV	Deutsche Bank
1994	Löwenbräu AG	1992		20	26.7.	300.0	1140.00	280.00%	FV	Merck, Fink & Co.
1994	LB Nymphenburg	1992		10.4	28.7.	1250.0	2170.00	73.60%	FV	Merck, Fink & Co.
1994	Staatl. Mineralbrunnen	1994		15.5	28.7.	180.0	500.00	177.78%	FV	Merck, Fink & Co.
1994	Deutsche Beamtenvorsorge	1990		39.9	15.12.	74.2	78.00	5.12%	FV	Makler Baader

THE COMPANY

The Shareholders

EASDAQ S.A. was incorporated on the 11th May 1995 as a Société Anonyme under Belgian law. There are currently 43 shareholders who have subscribed a total of BEF 43 million, (over ECU 1 million). The 43 shareholders are as follows:

Belgium

Banque Bruxelles Lambert; GIMV; KB Securities; Nedee & Co; Puilaetco.

Denmark

Kommunernes Pensionsforsikring.

Finland

EVLI Securities; SITRA

France

Apax Partners & Cie; Epargne Partenaires; Finovelec; Groupe Banques Populaires; Sofinnova.

Germany

Apax Partners & Co; Ballmaier & Schultz; Kursmakler P. Buch, Kursmakler R. Grundstein; Kursmakler D. Heinemann; Kursmakler Service Gesellschaft; Kursmakler U. Mildner; Kursmakler J. Reuter; Kursmakler R. Roubal; TVM Techno Venture Management.

Italy

Centrofinanziaria; Sofipa SpA.

Spain

Mercapital.

The Netherlands

Euroventures BV; ING Bank; Mees Pierson.

United Kingdom

Apax Partners & Co; Baring Securities; Baring Venture Partners; Beeson Gregory; Granville Holdings; Guinness Mahon; Prelude Technology.

USA

Alex Brown & Sons; Cowen & Co; Hambrecht & Quist; Herzog, Heine, Geduld; NASDAQ; Patricof & Co (US member of Apax Partners); UBS Securities.

The Board of Directors

- The Board of Directors of EASDAQ A.S. must be powerful, effective and highly credible body, adding to the successful development of the market and representing all stakeholders, i. e. the shareholders, the members, the issuers and the investors.

There are currently, (as of the 10th November 1995), a Board of 17 individuals, who are as follows:

Andrew Beeson	Beeson Gregory	UK
John Boeckmann	M&G Investment Management	UK
Ronald Cohen	Apax Partners & Co	UK
Didier Duhem	Crédit Lyonnais	France
Dieter Heinemann	Kursmakler Service Gesellschaft	Germany
Hessel Lindenberg	ING Group	NL
George Loudon		NL
Giogio Mariotti	Consiglio di Borsa	Italy
Denis Mortier	Financière Saint-Dominique	France
Jerrold Newman	Cowen & Co	USA
Jos Peeters	Capricorn Ventures Partners	Belgium
Jacques Putzeys	EASDAQ S.A.	Belgium
Graham Ross Russell		UK
Hector Sants	UBS Limited	UK/Swiss
Frank Schultz	Ballmaier & Schultz	Germany
John Wall	NASDAQ	USA
Jean Pierre Wellens	Banques Bruxelles Lambert	Belgium

8 Handlungsempfehlungen zur Verbesserung des Zugangs für mittelständische Unternehmen und Unternehmensgründer zum Kapitalmarkt – geordnet nach Prioritäten und Wirkungsgrad

Prioritätsklasse I

Auf institutioneller Ebene existiert mit dem *Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften* (UBGG) bereits ein Regelwerk, an welches staatliche Maßnahmen zur Förderung der Investitionsbereitschaft in kleine und mittlere Unternehmen (KMU) anknüpfen können. Zur Umleitung von Beteiligungskapital in KMU wird empfohlen, die Beteiligung von Privatpersonen am Aktienkapital von Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBG) steuerlich zu fördern: Dies kann auf drei Wegen (1.-3. Vorschlag) geschehen, die als unabhängig voneinander angesehen werden können:

1. **Vorschlag:** Es wird empfohlen, Investitionen in Aktien von börsennotierten UBG durch Privatpersonen mit 20% der Beteiligungssumme pro Jahr zu fördern. Pro steuerpflichtiger Person sollte die Förderungshöchstgrenze bei 2.500 DM p.a. liegen. Die sich so ergebende Steuererminderung von maximal 500 DM p.a. sollte direkt von der Einkommensteuerschuld abzugsfähig sein. Die Mittel sollten mindestens 7 Jahre lang in einer beliebigen börsennotierten UBG investiert bleiben. Der Gesamtförderbetrag könne aufgrund der unsicheren Inanspruchnahme durch die Steuerpflichtigen auf 0,5 bis 1 Mrd. DM pro Jahr beschränkt werden (Deckelung), so daß mit Steuerausfällen von maximal 100 bis 200 Mio. DM p.a. gerechnet werden muß.
Die Investition in Anteile einer UBG solle nur dann steuerlich gefördert werden, wenn diese mindestens 80% der verfügbaren Mittel im Sinne von §§ 3,4 UBGG angelegt hat. Im Rahmen einer Neuemission von Aktien durch die UBG kann diese Grenze für einen Zeitraum von 12 Monaten auf 70% reduziert werden. Alle Bedingungen könnten in steuerrechtlichen Vorschriften konkretisiert werden. Zudem sollte in das UBGG eine Übergangsvorschrift aufgenommen werden, die den Fall berücksichtigt, daß ein von der UBG finanziertes Unternehmen an die Börse gehen will: Hierzu

wird empfohlen, daß UBG erst im Laufe von 5 Jahren nach der ersten Börsennotierung entsprechende Unternehmen aus ihrem Portefeuille ausselektieren müssen.

2. **Vorschlag:** Es wird empfohlen, börsennotierten UBG zinslose öffentliche Kredite zu gewähren. Die Kredite sollten auf 5 Jahre befristet sein und die Gesamtsumme von 200 Mio. DM pro Jahr nicht übersteigen (Deckelung). Bei einem Kalkulationszins von 7% ergibt sich auf die maximal nach 5 Jahren ausstehende Kreditsumme eine jährliche Haushaltsbelastung von ca. 70 Mio. DM. Die Darlehen sollten maximal 20% des an mittelständische Unternehmen vergebenen Beteiligungsvolumens betragen.
3. **Vorschlag:** Es wird empfohlen, Teile des Aufkommens an Erbschafts- und Schenkungssteuer in KMU umzuleiten. Hierzu sollten in einem ersten Schritt die individuellen Steuerschulden bis zu einer maximalen Höhe von 50.000 DM über 10 Jahre gestundet werden, falls eine entsprechende Investition in KMU erfolgt oder die Mittel in einem mittelständischen Unternehmen gebunden bleiben (Unternehmensübertragung). Die gestundete Steuer könnte über einen Zeitraum von 10 Jahren mit jeweils 10% pro Jahr erlassen werden. Erfolgt eine Desinvestition durch den Steuerpflichtigen vor Ablauf der 10-jährigen Frist, sollte die Reststeuerschuld fällig gestellt werden. Von einer Nachverzinsung sollte abgesehen werden. Liegt *keine* Unternehmensübertragung vor, so können die Steuervorteile insbesondere durch eine Anlage der gestundeten Mittel in börsennotierte UBG erzielt werden. Hierzu muß die zu investierende Steuerschuld durch Hinzufügung von eigenen Mitteln verdoppelt werden.
4. **Vorschlag:** Es wird empfohlen, eine „Deutsche Informationsbörse“ (DIB) einzurichten. Die DIB sollte unter dem Dach der Deutschen Börse AG angesiedelt sein und könnte ihren Sitz in Leipzig haben. Die DIB hat die Aufgabe, als außerbörsliches Marktsegment Kapitalanbieter und -nachfrager von mittelständischen Kapitalparten auf einer standardisierten Plattform zusammenzuführen. Die DIB hilft, bestehende Informationsasymmetrien abzubauen und die Fungibilität von Unternehmensanteilen zu erhöhen. Zudem sollte die DIB als unabhängige Institution für kapital-suchende KMU ein Rating durchführen, das sich auf Bonität und Zukunfts-

schancen bezieht. Schließlich könnte die DIB als zentrale Informations- und Beratungsstelle für alle öffentlich geförderten Finanzierungshilfe-Programme fungieren. Die Anschubfinanzierung für die DIB, inklusive notwendiger Maßnahmen zum Rating der kapitalsuchenden Unternehmen, sollte durch die öffentliche Hand vorgenommen werden. Es ist mit einem einmaligen Betrag von 1 bis 3 Mio. DM zu rechnen. Die laufenden Kosten pro Jahr sollten zunehmend durch Erlöse der DIB gedeckt werden.

Prioritätsklasse II

- 1. Vorschlag:** Es wird empfohlen, Investitionsfonds des Gesellschaftstyps, die sich durch den Wegfall der Rücknahmeverpflichtung von Investmentanteilen auszeichnen, in das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) in einen separaten Abschnitt aufzunehmen. Hierdurch wäre neben den UBG eine zweite, weitaus flexiblere Intermediationsschiene geschaffen, über die Anlagekapital in KMU umgeleitet werden könnte. In Analogie zu den Vorschlägen in der Prioritätsklasse I sollten Investitionen in börsennotierte Investmentfonds des Gesellschaftstyps ebenfalls steuerlich gefördert werden (vgl. Prioritätsklasse I; 1.Vorschlag), falls mindestens 50% der verfügbaren Mittel des Fonds in KMU gehalten werden. Aufgrund der Streuverluste sollte die maximale Steuererminderung auf 300 DM p.a. reduziert werden. Bezüglich des Vorschlags „Stundung der Erbschaftssteuer/ Schenkungssteuer“ (Prioritätsklasse I, 3. Vorschlag) sollten Steuerschulden die genannten Vorteile für Investitionen in KMU dann in Anspruch nehmen können, falls sie die zu investierende Steuerschuld beim Kauf von Fondsanteilen vervierfachen.
- 2. Vorschlag:** Es wird empfohlen, umgehend eine gesetzliche Grundlage für deutsche Wertpapierhandelshäuser (WHH) zu schaffen. Nur hierdurch kann verhindert werden, daß deutsche WHH auf europäischer Ebene ab 1996 diskriminiert werden, wenn sie eine Banklizenz nach KWG erwerben und hiernach hohe Eigenkapitalanforderungen erfüllen müssen. WHH sind geeignet, emissionsfähige KMU an die Börse zu führen und UBG das Desinvestment zu erleichtern. Im Einklang mit der EU-Wertpapierdienstleistungs- und Kapitaladäquanzrichtlinie sollte ein WHH

auch nach deutschem Recht lediglich eine Mindestkapitalausstattung von 730.000 ECU aufweisen müssen.

- 3. Vorschlag:** Es wird empfohlen, im Börsengesetz die notwendigen Voraussetzungen zu schaffen, damit speziellen Börsenintermediären („Betreuer“, „Liquiditätshändler“) bezüglich des Handels in umsatzschwachen Titeln, vornehmlich emissionsfähige KMU, *Privilegien* eingeräumt und *Leistungsvorgaben* von der Börse vorgeschrieben werden können. Als Leistungsvorgabe wird empfohlen, daß die gestellten Kurse der Betreuer bzw. Liquiditätshändler für ein Mindestabschlußvolumen von 5.000 DM pro Transaktion eine Spanne zwischen Geld- und Briefkurs von maximal 5% aufweisen dürfen. Als entsprechendes Privileg sollten sämtliche Kursanfragen allein über die Betreuer bzw. Liquiditätshändler abgewickelt werden.
- 4. Vorschlag:** Es wird empfohlen, das Eigenkapitalhilfe-Programm und das BJTU-Programm langfristig fortzuführen. Die Förderbedingungen des Eigenkapitalhilfe-Programms sollte an kollektive Management-Buy-Outs bzw. Management-Buy-Ins im Rahmen von Unternehmensübernahmen angepaßt werden.
- 5. Vorschlag:** Es wird empfohlen, die Wirkung des von der Rechtsprechung stark ausgedehnten § 32 a GmbHG abzumildern. Deshalb sollte § 32a GmbHG verändert werden, um Kreditinstituten und Versicherungsunternehmen über mit ihnen verbundene Kapitalbeteiligungsgesellschaften die indirekte Beteiligung an Gesellschaften mit beschränkter Haftung zu ermöglichen ohne daß ein zusätzlich gewährtes Darlehen im Konkurs- oder Vergleichsfall als eigenkapitalersetzend behandelt wird.

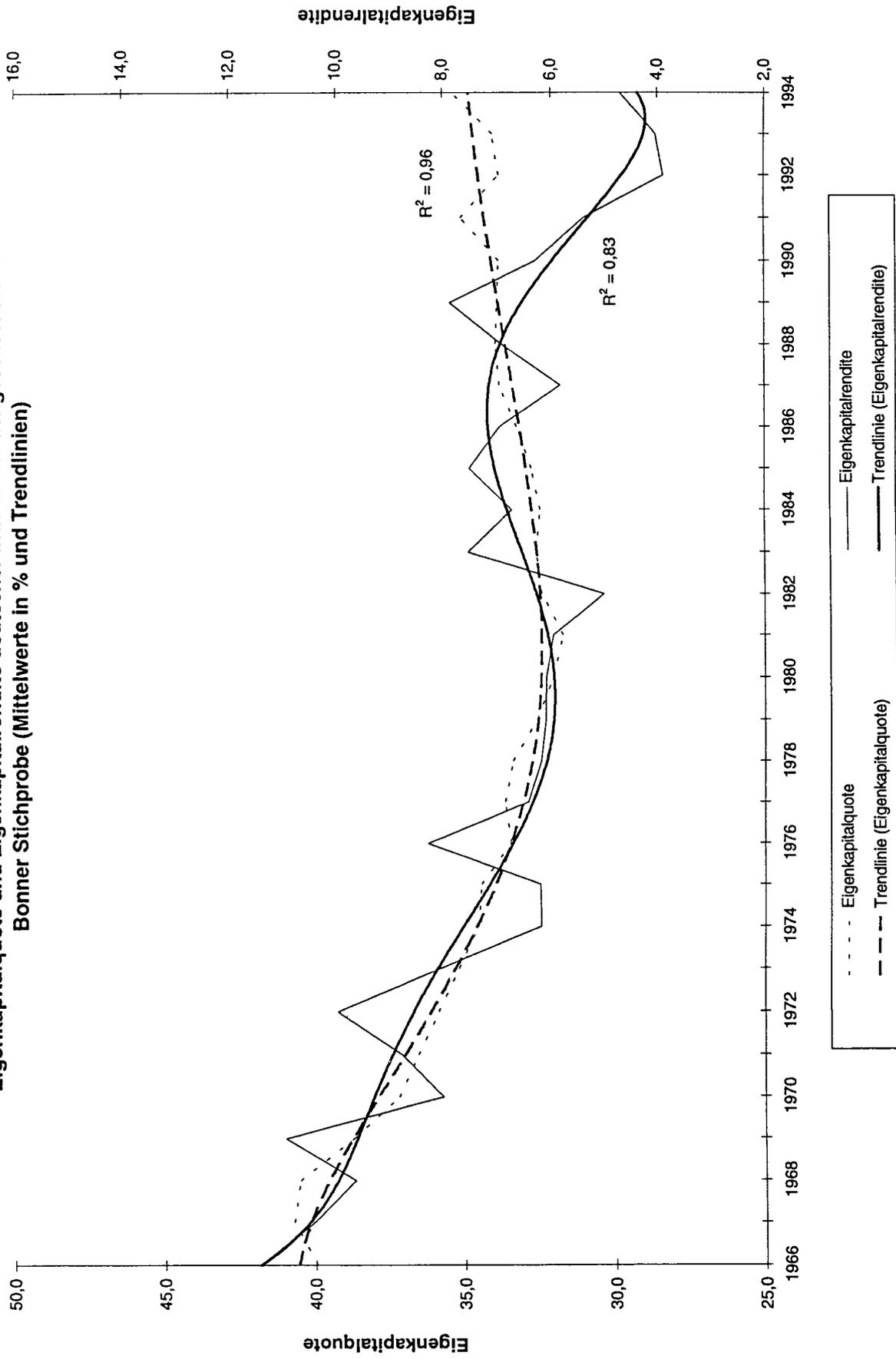
Prioritätsklasse III

- 1. Vorschlag:** Es wird vorgeschlagen, die Beteiligungsgrenze für Versicherungsunternehmen an KMU auf 25% auszudehnen. § 54a VAG solle entsprechend geändert werden.
- 2. Vorschlag:** Es wird empfohlen, den Freibetrag in § 13 (I) S. 3 GewSt auf 1 Mio. DM zu erhöhen.

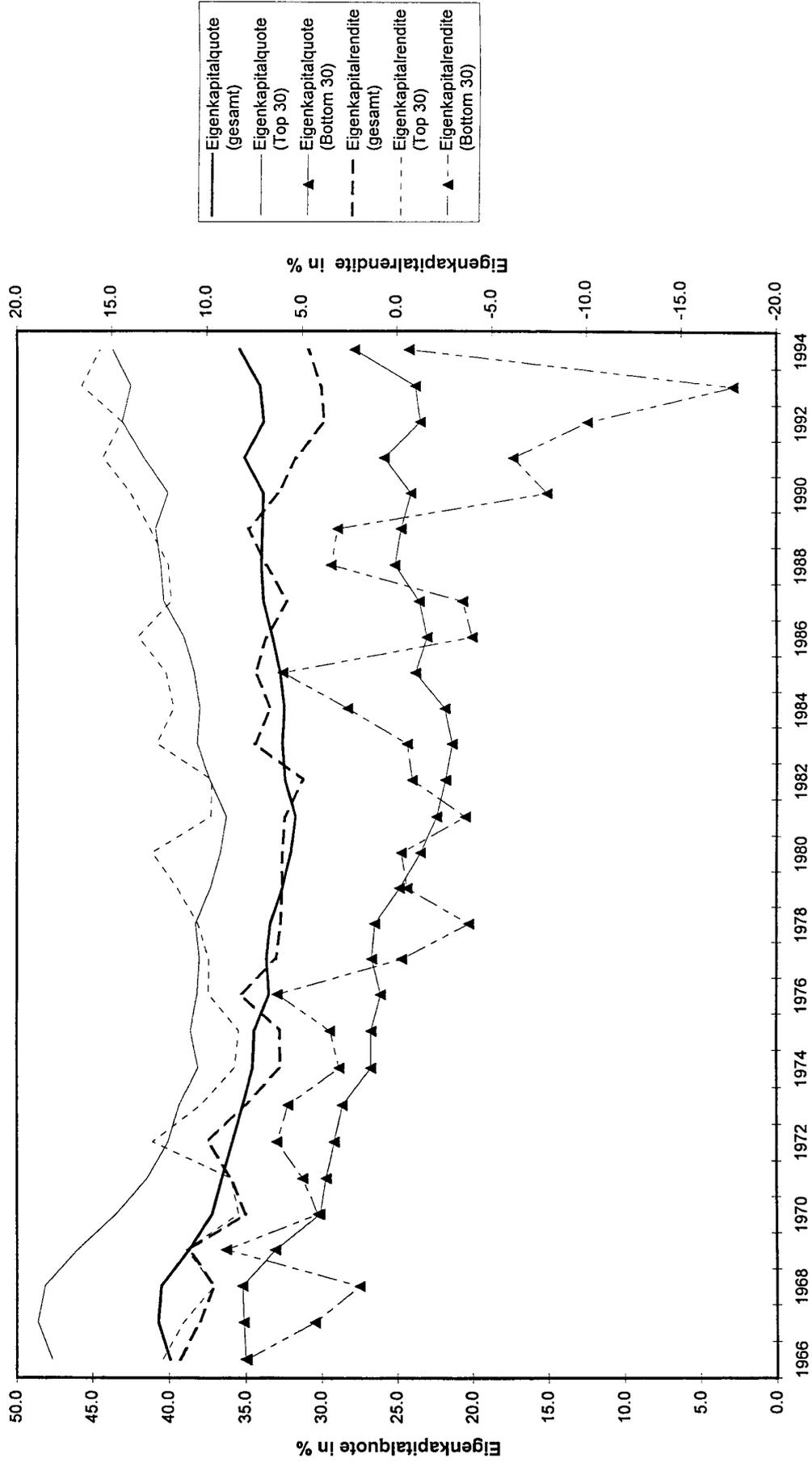
Bonner Stichprobe: Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalquote

Bonner Stichprobe - 169 von 295 Unternehmen (Mittelwerte in %)						
Jahr	Eigenkapitalquote (gesamt)	Eigenkapitalquote (Top 30)	Eigenkapitalquote (Bottom 30)	Eigenkapitalrendite (gesamt)	Eigenkapitalrendite (Top 30)	Eigenkapitalrendite (Bottom 30)
1966	39.9471	47.6505	35.0048	11.4503	12.3302	7.9467
1967	40.7164	48.6037	35.1304	10.4225	11.2572	4.3693
1968	40.5166	48.1412	35.2123	9.6453	9.6466	1.9879
1969	38.7070	45.9771	33.0537	10.9582	11.1220	9.0128
1970	37.1880	43.4423	30.1130	7.9996	8.3674	4.1920
1971	36.5470	41.4172	29.6926	8.7706	8.7715	4.9818
1972	35.8627	40.0657	29.1624	9.9827	12.8609	6.3485
1973	35.1870	39.3492	28.6124	8.0534	10.3340	5.7590
1974	34.5445	38.1191	26.7137	6.1799	8.5850	3.0570
1975	34.4394	38.6043	26.7086	6.2018	8.3521	3.5540
1976	33.4633	38.1830	26.1011	8.2782	9.9505	6.3409
1977	33.6566	38.0420	26.6648	6.4152	9.9369	-0.2372
1978	33.3947	38.2743	26.4768	6.1767	10.5110	-3.7837
1979	32.6005	37.3013	24.8482	6.0909	11.6011	-0.5235
1980	32.0558	36.6704	23.4667	6.0878	12.8953	-0.2235
1981	31.7448	36.2836	22.4008	5.9562	9.8421	-3.5914
1982	32.4286	37.3646	21.8153	5.0045	9.7865	-0.7871
1983	32.6103	38.1920	21.3784	7.5229	12.6672	-0.5215
1984	32.4867	38.0368	21.8655	6.7073	11.7768	2.6472
1985	32.7687	38.3820	23.7995	7.4951	12.1907	6.0615
1986	33.2518	39.0450	23.0339	6.9391	13.6241	-3.9501
1987	33.8318	40.3486	23.5250	5.8184	11.8896	-3.4641
1988	33.9515	40.5350	25.1313	6.9048	12.0372	3.4727
1989	33.9063	40.8743	24.7338	7.8580	13.0122	3.1367
1990	33.8560	40.0911	24.0816	6.2772	14.0367	-7.9389
1991	35.0847	41.6775	25.8679	5.3722	15.4711	-6.1225
1992	33.8398	43.0808	23.4709	3.8801	14.4883	-10.0621
1993	34.0628	42.5149	23.7887	4.0312	16.5879	-17.7049
1994	35.3726	43.6955	27.7834	4.6948	15.6167	-0.6450

**Eigenkapitalquote und Eigenkapitalrendite deutscher Industriekriegsgesellschaften -
Bonner Stichprobe (Mittelwerte in % und Trendlinien)**



**Bonner Stichprobe
Eigenkapitalquote und Eigenkapitalrendite (Mittelwerte)**



H. Literaturverzeichnis

- Berliner WertpapierBörse Aktuell, Nr. 4 - 6 aus 07.95 - 01.96
- Berliner WertpapierBörse: Der Gang an die Börse, 1992.
- Berliner WertpapierBörse: Freiverkehr, Geschäftsordnung des Freiverkehrsausschusses und Richtlinien für den Freiverkehr.
- BMWi: Bericht der Ressortarbeitsgruppe „Risikokapital für Existenzgründer und mittelständische Unternehmen“, 01.1996.
- Berliner WertpapierBörse: Bericht 1994, Pressemitteilung der Emissionsberatungsgesellschaft und Leistungsprofil der Emissionsberatungsgesellschaft.
- Bundesverband deutscher Banken: Daten, Fakten, Argumente, Eigenkapitalausstattung deutscher Unternehmen - Zur Bereitstellung von Risikokapital in Deutschland, Feb. 1996.
- Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften German Venture Capital Association e. V. (BVK), Jahrbuch 1995.
- Deutsche Börse AG: Jahresbericht der Deutschen Börsen 1994.
- Deutsche Bundesbank, Auszug aus der Kapitalmarktstatistik, 01.1996.
- Deutsches Aktieninstitut: Privater Aktiensparplan - PAS, Konzept, Argumentation, Dokumentation, Stand: Feb. 1996.
- Deutsches Aktieninstitut: Übersicht über die Förderung privaten Aktiensparen im Ausland, Stand: 1995.
- EASDAQ - Discription of the EASDAQ Project, Nov. 1995.
- Gerke et al.: Probleme deutscher mittelständischer Unternehmen beim Zugang zum Kapitalmarkt - Analyse und wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen, Schriftenreihe des ZEW, 1995.
- Haarmann, Hemmelrath & Partner: Förderung der Anleger und Investoren im Zusammenhang mit Kapitalbeteiligungs- und Venture-Capital-Gesellschaften, Bericht erstellt im Auftrage des Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften German Venture Capital Association e. V. (BVK), Feb. 1996.
- Hoppenstedt, Saling Aktienführer 1996.
- Kaufmann, F.; Kokalj, L.: Risikokapitalmärkte für mittelständische Unternehmen, ifm Bonn, Nr. 68, erschienen: März 1996.
- Moerke, Andreas: Tabellen und Graphiken zur Kapitalstruktur und Rentabilität japanischer und deutscher Unternehmen, mimeo, WZB Berlin, 1996.
- Schween, K.: Corporate-Venture-Capital-Finanzierungen deutscher Industrieunternehmen, Diss., 12/1995.
- Verband der Vereine Creditreform e.V. Neuss: Unternehmensentwicklung 1995 - alte und neue Bundesländer - eine Creditreform-Untersuchung über Unternehmensneueintragungen, Unternehmenslöschungen, Insolvenzen.
- Vollmer, L.: Gutachten über Möglichkeiten zur Verbesserung der institutionellen Rahmenbedingungen für Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, erstellt im Auftrag des Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften German Venture Capital Association e. V. (BVK), 1996.
- Wupperfeld, U.: Das Beteiligungsangebot für junge Technologieunternehmen in den neuen Bundesländern - Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, 05/95.