

# **Die Bedeutung des Venture Capital für innovative Unternehmen**

Dissertation  
der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät  
der Universität Stuttgart

zur Erlangung der Würde  
einer Doktorin der Wirtschaftswissenschaft  
genehmigte Abhandlung

vorgelegt von Karin Baltzer aus Stuttgart

Hauptberichter: Prof. Dr. Hermann Schnabl  
Mitberichter: Prof. Dr. Hans Dietmar Bürgel  
Tag der mündlichen Prüfung: 27. Oktober 1999

Institut für Volkswirtschaftslehre und Recht der Universität Stuttgart

2000



Berichte aus der Betriebswirtschaft

**Karin Baltzer**

**Die Bedeutung des Venture Capital  
für innovative Unternehmen**

D 93 (Diss. Universität Stuttgart)

Shaker Verlag  
Aachen 2000

Die Deutsche Bibliothek - CIP-Einheitsaufnahme

*Baltzer, Karin:*

Die Bedeutung des Venture Capital für innovative Unternehmen /

Karin Baltzer. - Als Ms. gedr. - Aachen : Shaker, 2000

(Berichte aus der Betriebswirtschaft)

Zugl.: Stuttgart, Univ., Diss., 1999

ISBN 3-8265-5931-2

Copyright Shaker Verlag 2000

Alle Rechte, auch das des auszugsweisen Nachdruckes, der auszugsweisen oder vollständigen Wiedergabe, der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen und der Übersetzung, vorbehalten.

Als Manuskript gedruckt. Printed in Germany.

ISBN 3-8265-5931-2

ISSN 0945-0696

Shaker Verlag GmbH • Postfach 1290 • 52013 Aachen

Telefon: 02407 / 95 96 - 0 • Telefax: 02407 / 95 96 - 9

Internet: [www.shaker.de](http://www.shaker.de) • eMail: [info@shaker.de](mailto:info@shaker.de)

*Meinen Eltern*



## Danksagung

Die vorliegende Dissertation wurde an der Universität Stuttgart am Institut für Volkswirtschaftslehre und Recht, Abteilung Mikroökonomie im Forschungsgebiet der Innovationsökonomie, unter der Leitung von Herrn Professor Dr. Hermann Schnabl geschrieben.

Es ist mir ein Anliegen, all jenen zu danken, die einen Beitrag zu dieser Arbeit geleistet haben.

Ein besonderer Dank gehört meinem Doktorvater Herrn **Professor Dr. Hermann Schnabl**, der mich nicht nur in der Zeit der Promotion optimal betreut hat, sondern auch mein Leben entscheidend mitgeprägt hat.

Herrn Professor **Dr. Hans Dietmar Bürkel** danke ich für die Bereitschaft zur Zweitkorrektur und für die freundliche Aufnahme an seinem Lehrstuhl.

Herrn **Dr. Wolfgang Hanrieder** von der SVM Star Ventures Managementgesellschaft mbH Nr. 3, München, möchte ich für das ausführliche Interview danken, das mir viele wertvolle Impulse für diese Arbeit gab. Frau **Claudia Bischoff** von 3i Deutschland Gesellschaft für Industriebeteiligungen mbH in Frankfurt danke ich für das Informationsmaterial, das sie mir wiederholt zur Verfügung stellte. Bei Herrn **Tobias Bockholt** von der Deutschen Börse AG möchte ich mich recht herzlich dafür bedanken, daß ich ihn jederzeit anrufen konnte und er meine Fragen unermüdlich beantwortete und ihm hierfür keine Hürde zu hoch war!! Außerdem möchte ich mich bei der **TVM Techno Venture Management**, München und der **Technologieholding** in München für ihren Support bedanken.

Einen ganz speziellen Dank möchte ich meinen **Eltern** aussprechen, ohne deren Unterstützung ich diese Arbeit niemals fertiggebracht hätte. In unermüdlichem Einsatz waren sie für mich da und gaben mir den notwendigen Rückhalt. Bei meinem **Vater** möchte ich mich dafür bedanken, daß er immer wieder die erforderliche Souveränität und Ruhe mitbrachte.

Last but not least möchte ich meinem Bruder **Karl-Stefan** danken, der mir bei sämtlichen Computerproblemen hilfreich zur Seite stand.

Karin Baltzer



## Inhaltsverzeichnis

	Seite
Abkürzungsverzeichnis .....	XIV
Abbildungsverzeichnis .....	XIX
Tabellenverzeichnis.....	XXIII
Zusammenfassung.....	XXIV
 Kapitel 1:	
Zielsetzung und Aufbau der Arbeit .....	1
 1 Ausgangspunkt: Die Innovationspolitik und die technologische Wettbewerbsfähigkeit in Deutschland.....	
	1
2 Stand der Literatur.....	3
3 Zielsetzung der Arbeit.....	5
4 Aufbau der Arbeit.....	5
 Kapitel 2:	
Definitorische und konzeptionelle Grundlagen der Arbeit .....	8
 1 Der Begriff Venture Capital .....	
	8
2 Innovationen .....	10
3 Innovative Unternehmen.....	11
3.1 Der Begriff "kleine und mittlere Unternehmen" .....	11
3.2 Die innovativen Unternehmen im Innovationsprozeß.....	13
4 Fazit .....	15
 Kapitel 3:	
Die optimale Innovationshöhe und das Zusammenspiel zwischen optimaler Innovationshöhe und Investoren .....	17
 1 Die optimale Innovationshöhe.....	
	17
2 Aggregation individueller Akzeptanzbereiche - Die statische Modellierung der Übernahmeneigung am Markt.....	25
3 Das Zusammenspiel von Innovationen/ Innovatoren und Investoren (Adaptoren) .....	30
4 Fazit .....	31

## Kapitel 4:

## Notwendigkeit einer VC-Finanzierung und Bedeutung der KMU's für die Volkswirtschaft .....

33

1 Die Notwendigkeit einer Venture Capital-Finanzierung.....	33
1.1 Ausgangslage .....	33
1.2 Auswirkungen asymmetrischer Informationsverteilung .....	33
1.3 Die Eigenkapitalstruktur .....	35
1.4 Die Funktion des Eigenkapitals.....	36
1.5 Die Private Equity-Finanzierung in Deutschland .....	37
1.6 Die Finanzierung der innovativen Unternehmen in Deutschland .....	38
1.7 Alternative Möglichkeiten zur Innovationsfinanzierung .....	39
2 Bedeutung der innovativen KMU's für die Gesamtwirtschaft (Volkswirtschaft).....	41
2.1 Wirkungen der Venture Capital-Finanzierung .....	41
2.2 Die Bedeutung innovativer KMU's für die Erhaltung und Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit.....	41
2.3 Wachstum und Vollbeschäftigung.....	42
2.4 Verbesserung der Wettbewerbsstruktur .....	45
2.5 Volkswirtschaftliche Bedeutung des Venture Capital-Marktes.....	46
3 Das Beteiligungsmodell - Kategorien der VC-Finanzierung.....	49
3.1 Die direkte Beteiligung.....	49
3.2 Die indirekte Beteiligung .....	50
4 Idealtypischer Verlauf einer Venture Capital-Finanzierung.....	51
4.1 Lebenszykluskonzept innovativer Produkte.....	51
4.2 Idealtypische Phasen einer VC-Finanzierung .....	53
5 Desinvestitionswege/ Ausstiegsmöglichkeiten .....	59
5.1 Rückkauf durch den Unternehmer ("Buy Back") .....	59
5.2 Verkauf an ein anderes Unternehmen oder an Dritte ("Trade Sale") .....	60
5.3 Gang an die Börse.....	61
5.4 Die Abschreibung .....	62
6 Fazit .....	62

## Kapitel 5:

Der Venture Capital-Markt in den USA .....	64
1 Die Entwicklung des US-amerikanischen Venture Capital-Marktes .....	64
2 Die Struktur der VC-Kapitalgeber in den USA .....	67
3 Das Volumen des US-amerikanischen Venture Capital-Marktes .....	68
4 Rahmenbedingungen .....	70
4.1 Wirtschaftliche Rahmenbedingungen .....	70
4.2 Rechtliche Rahmenbedingungen .....	72
4.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen .....	73
4.4 Sozio-ökonomische Rahmenbedingungen .....	74
4.5 Formen der Venture Capital-Finanzierung in den USA .....	76
4.5.1 Die "Small Business Investment Companies" (SBICs) als Instrument staatlicher Mittelstandsförderung in den USA .....	76
4.5.2 Die "Corporate Venture Capital" (CVC) .....	79
4.5.3 Die "Private Venture Capital Firms" (PVCFs) .....	80
5 Die Rendite des Venture Capital in den USA .....	81
6 Desinvestitionswege .....	82
7 Fazit .....	84

## Kapitel 6:

Der Deutsche Venture Capital Markt .....	85
1 Entwicklung und Stand des deutschen Venture Capital-Marktes .....	85
1.1 Die Entwicklung des deutschen Venture Capital-Marktes .....	85
1.2 Veränderungen und Entwicklungen im Jahre 1997 .....	87
2 Die Beteiligten an der Venture Capital-Finanzierung .....	88
2.1 Typische Venture Capital-Finanzierung .....	88
2.1.1 Die Venture Capital-Anbieter .....	89
2.1.2 Die Kapitalmittler .....	94
2.1.3 Die Kapitalnehmer (Innovative Unternehmen als Kapitalnehmer) .....	96
2.2 Das Venture Capital-Volumen .....	97
3 Die Rahmenbedingungen der Venture Capital-Finanzierung .....	98
3.1 Wirtschaftliche Rahmenbedingungen .....	98
3.2 Rechtliche Rahmenbedingungen .....	100
3.3 Steuerliche Rahmenbedingungen .....	102

	Seite
3.4 Sozio-ökonomische Rahmenbedingungen .....	105
4 Finanzierung mit Venture Capital .....	107
4.1 Konzeption der Venture Capital-Finanzierung .....	107
4.2 Die Struktur der Desinvestitionswege in Deutschland .....	108
4.3 Das Gesamtportfolio in Deutschland nach Finanzierungsphasen .....	109
4.4 Finanzierungsphasen der VC-Investitionen in Deutschland .....	111
5 Der Kapitalmarkt in Deutschland .....	112
6 Vor- und Nachteile einer Venture Capital-Finanzierung in Deutschland .....	117
7 Fazit .....	118
 Kapitel 7:	
Der VC-Markt in Europa .....	121
1 Der VC-Markt in ausgewählten europäischen Staaten .....	121
1.1 Großbritannien .....	121
1.2 Frankreich .....	124
2 Die Entwicklung des VC-Marktes in Europa im Jahre 1997 .....	126
3 Fazit .....	129
 Kapitel 8:	
Der VC-Markt im internationalen Vergleich .....	130
1 Zusammenfassender Vergleich des VC-Marktes zwischen USA und Deutschland .....	130
1.1 Das Venture Capital-Volumen .....	130
1.2 Die Struktur der Kapitalgeber .....	131
1.3 Exitkanäle .....	133
1.4 Rahmenbedingungen - Mentalitätsunterschiede .....	133
1.5 Vergleich der optimalen Innovationshöhe und Finanzierungsneigung der Investoren .....	135
1.6 Gründe für das bisher geringe VC-Volumen in Deutschland gegenüber Amerika .....	136
2 Vergleich des VC-Volumens innerhalb Europas .....	139
3 Vergleich des VC-Marktes zwischen Europa und den USA .....	140
3.1 Vergleich der Finanzierungsphasen .....	140
3.2 Vergleich des VC-Fondsvolumens .....	142

	Seite
3.3 Vergleich der Bruttoinvestitionen nach Sektoren.....	143
3.4 Vergleich der Exit-Kanäle.....	144
4 Fazit .....	145

**Kapitel 9:**

Institutionalisierte Ausstiegswege für innovative Unternehmen.....	147
1 Die Ausstiegsbörse in den USA .....	147
1.1 Die NASDAQ in New York als Vorbild.....	147
1.2 Gründe für den Erfolg der Börse als Finanzierungsinstrument in den USA .....	149
2 Neue Börsensegmente in Europa .....	152
2.1 Die Struktur des Neuen Marktes in Frankfurt.....	152
2.1.1 Zulassungsvoraussetzungen für Emittenten des Neuen Marktes.....	154
2.1.2 Kriterien der Börsenfähigkeit aus Sicht der Investoren und der Nutzen des Neuen Marktes für die Kapitalnehmer .....	157
2.2 Der Euro.NM .....	158
2.3 Die Easdaq in Brüssel.....	161
2.3.1 Die Struktur der Easdaq.....	161
2.3.1 Die Zulassungsvoraussetzungen .....	163
2.4 Aktivitäten der regionalen Wertpapierbörsen in Deutschland .....	164
2.4.1 Die Stuttgarter Wertpapierbörse.....	164
2.4.2 Die Hamburger Wertpapierbörse .....	166
2.4.3 Die Münchner Wertpapierbörse.....	167
2.4.4 Die Bremer Wertpapierbörse .....	167
3 Die Bedeutung des Neuen Marktes für Venture Capital in Deutschland .....	168
7 Fazit .....	171

**Kapitel 10:**

Fallbeispiele - einer VC-Finanzierung.....	175
1 Die MobilCom AG in Schleswig .....	175
2 Die Fielmann AG.....	178
3 Eine VC-Finanzierung in USA - Netscape Communications Corporation.....	179
4 Fazit .....	181

## Kapitel 11:

Möglichkeiten zur Steigerung der Inanspruchnahme von VC sowie zur besseren Koordination von Kapitalgeber und Kapitalnehmer ..... 182

1 Ausgangssituation und Lösungsvorschläge ..... 182

1.1 Erhöhung des Bekanntheitsgrads von Venture Capital ..... 182

1.2 Verbesserung der Aktienkultur ..... 183

1.3 Steuerliche Erleichterungen für Venture Capital ..... 183

1.4 Institutionelle Veränderungen ..... 185

1.5 Qualifizierte Forschung und Lehre zum Thema Venture Capital. .... 187

1.6 Bessere Investor-Relations-Politik ..... 188

1.7 Staatliches Engagement in Venture Capital ..... 189

2 Fazit ..... 189

## Kapitel 12:

Schlußbetrachtung, Ausblick ..... 191

Anhang ..... XXVII

Literaturverzeichnis ..... LXIII



## Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AIM	Alternative Investment Market
AktG	Aktiengesetz
Amex	American Stock Exchange
ARD	American Research and Development Corporation
BB	Der Betriebs-Berater
BES	Business Expansion Scheme
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BJTU	Beteiligungskapital für junge Technologieunternehmen
BMfF	Bundesministerium für Forschung
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung
BOSS-CUBE	Börsen-Order-Service-System/Computer-unterstützte Börsenhandels- und Entscheidungssystem
BVK	Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesell- schaften
BW	Der Betriebswirt
BWB	Bremer Wertpapierbörse
CEO	Chief Executive Officer
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
DEC	Digital Equipment Corporation
DG	Deutsche Genossenschaft
DIW	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
DiA	Deutsche Ausgleichsbank
Easdaq	European Association of Securities Dealers Automated Quotation
ECU	European Currency Unit
EEC	European Economic Community
EIS	Enterprise Investment Scheme
EKH	Eigenkapitalhilfe-Programm
EM	Emeritiert
ERP	European Recovery Program

ESTG	Einkommensteuergesetz
EU	Europäische Union
EVCA	European Venture Capital Association
f.	folgende
FBG	Fremdbeteiligungsgesellschaft BeteiligungsBeratungs Gesellschaft mbH/ heute: Electra Fleming GmbH
F&E	Forschung und Entwicklung
ff.	fortfolgende
FUTOUR	Förderung und Unterstützung Technologieorientierter Unternehmensgründungen
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GB	Giga Byte
gdi	Gottlieb Duttweiler Institut
GewStG	Gewerbsteuergesetz
GM	Gablers Magazin
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GoB	Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung
HB	Handelsblatt
HBM	Harvard Business Manager
HGB	Handelsgesetzbuch
HM	Harvard Manager
HRB	Handelsregister Blatt
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
http	HyperText Transfer Protocol
IAS	International Accounting Standards
ifm	Institut für Mittelstandsforschung
ifo	Institut für Wirtschaftsforschung
INC	Incorporated
InEVec	Irish Conference on Innovation, Enterprise and Venture Capital
INSTI	Innovationsstimulierung der deutschen Wirtschaft durch wissenschaftlich-technische Informationen
IPO	Initial Public Offering
ISI	Institut für Systemtechnik und Innovationsforschung

IT	Informationstechnologie
IVPC	International Venture Capital Partners S.A. Holding
JBS	Journal of Business Strategy
JfB	Journal für Betriebswirtschaft
Jg.	Jahrgang
KAAG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktie
KMU	kleine- und mittlere Unternehmen kleine und mittelständische Unternehmen
LAKRA	Landeskreditbank Baden-Württemberg
LB	Landesbank
MBG	Mittelständische Beteiligungsgesellschaft
mbH	mit beschränkter Haftung
MBI	Management-buy-in
MBO	Management-buy-out
Mio.	Millionen
MIT	Massachusetts Institut of Technology
MM	Manager Magazin
Mrd.	Milliarden
M.S.C.I.	MorganStanley Capital International
M&A	Mergers & Acquisitions
Nasdaq	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NF	Neue Fassung
NM	Neuer Markt
NYSE	New York Stock Exchange
NTBF	New Technology Based Firm
NVCA	National Venture Capital Association
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
OHG	offene Handelsgesellschaft
o.Jg.	ohne Jahrgang
o.O.	ohne Ortsangabe
o.S.	ohne Seitenangabe
OTC	Over-the-Counter

o. V.	ohne Verfasser
p.a.	per annum
PU	Portfoliounternehmen
RPK	Recht und Praxis der Kapitalanlage
S.A.	Société Anonyme
SBA	Small Business Administration
SBICs	Small Business Investment Companies
SEC	Securities and Exchange Commission
Sk-Texte	Sparkassen-Texte
S&P	Standard and Poor's
STN	Stuttgarter Nachrichten
STZ	Stuttgarter Zeitung
SZ	Süddeutsche Zeitung
tbg	Technologie-Beteiligungsgesellschaft der Deutschen Ausgleichsbank
UBGG	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
US	United States
USA	United States of America
US-GAAP	US Generally Accepted Accounting Principles
VC	Venture Capital
VCG	Venture Capital-Gesellschaft
Vol.	Volumen
vs.	versus
Wifo	Wirtschaftsforum Südwest
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WKZ	Waiblinger Kreiszeitung
WM	Wertpapier-Mitteilungen Teil IV
WRS	Wirtschaftsförderungsgesellschaft Region Stuttgart mbH
WW	Wirtschaftswoche
www	World Wide Web
ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZFO	Zeitschrift Führung und Organisation
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht



## Abbildungsverzeichnis

	Seite
Abb. 1:	Weltmarktanteile wichtiger Hochtechnologiebereiche in den USA, Japan und Deutschland (Angaben in Prozent für 1994)..... 2
Abb. 2:	Zusammenhangs zwischen perzipierter Innovationshöhe und 'Netto'-Bewertung (Nutzwerte)..... 21
Abb. 3:	Erklärungskonzept der optimalen Innovationshöhe ..... 22
Abb. 4:	Der Akzeptanzentscheid in der Vorauswahlphase ..... 23
Abb. 5:	Verschiebung der unteren und oberen Akzeptanzbarriere..... 24
Abb. 6:	Individuelle Akzeptanzbereiche ..... 27
Abb. 7:	Aggregation individueller Akzeptanzbereiche ..... 27
Abb. 8:	Die Verteilungsfunktion der unteren und oberen Akzeptanzbarriere im Abnehmersegment ..... 28
Abb. 9:	Ableitung der Übernahmeneigung am Gesamtmarkt..... 29
Abb. 10:	Die Finanzierungsneigung der Investoren..... 30
Abb. 11:	Entwicklung der Eigenkapitalquote deutscher Unternehmen im Laufe der Zeit..... 36
Abb. 12:	Instrumente zur Private Equity-Finanzierung in Deutschland ..... 38
Abb. 13:	Bedeutung unterschiedlicher Finanzierungsquellen ..... 38
Abb. 14:	Erscheinungsformen der Venture Capital-Finanzierung ..... 49
Abb. 15:	Die Adopter-Klassen nach Rogers..... 52
Abb. 16:	Eine idealtypische VC-Finanzierung ..... 58
Abb. 17:	Die Entwicklung des US-amerikanischen Venture Capital-Marktes..... 67
Abb. 18:	Das VC-Fondsvolumen und seine Kapitalgeber in USA ..... 68
Abb. 19:	Die Aufteilung des VC-Fondsvolumen in USA nach Sektoren - im Jahr 1996 ..... 69
Abb. 20:	Verteilung der Desinvestitionsart der US-amerikanischen VC-Gesellschaften von 1991-1997 (Anzahl) ..... 83
Abb. 21:	Die Entwicklung des deutschen VC-Marktes..... 86
Abb. 22:	Beteiligte einer (typischen) Venture Capital-Finanzierung..... 89
Abb. 23:	Das VC-Fondsvolumen und seine Kapitalquellen in Deutschland..... 90
Abb. 24:	Das VC-Fondsvolumen in Deutschland nach Branchen - Gesamtmarkt 1996 ..... 98
Abb. 25:	VC-Exitkanäle in Deutschland - Gesamtmarkt 1996 ..... 108

	Seite
Abb. 26:	Die VC-Investments nach Finanzierungsphasen - Gesamtmarkt 1996... 109
Abb. 27:	Phasenverteilung der Bruttoinvestitionen in Deutschland: Vergleich der Jahre 1990 vs. 1996 ..... 111
Abb. 28:	Die Unterteilung des deutschen Kapitalmarktes..... 112
Abb. 29:	Die Kapitalgeber des Venture Capital in Großbritannien nach Sektoren - Jahr 1996 ..... 123
Abb. 30:	Kapitalherkunft nach Sektoren in Frankreich - Jahr 1996 ..... 125
Abb. 31:	Mittelzufluß in Venture Capital in Mrd. ECU - ein Vergleich der Jahre 1997 vs. 1996 in Europa ..... 128
Abb. 32:	Investitionen in Europa mit VC (in Mrd. ECU) - Jahr 1997..... 128
Abb. 33:	Vergleich des Gesamtportfolios nach Branchen USA vs. Deutschland.. 131
Abb. 34:	Vergleich der Kapitalgeber in USA und Deutschland ..... 132
Abb. 35:	Vergleich der Desinvestitionswege in den USA und Deutschland - 1996..... 133
Abb. 36:	Einschätzung der optimalen Innovationshöhe und Finanzierungs- neigung der Investoren in USA und Deutschland ..... 136
Abb. 37:	Das VC-Fondsvolumen 1996 im internationalen Vergleich ..... 142
Abb. 38:	Relation des Fondsvolumens am Bruttoinlandsprodukt im internatio- nalen Vergleich - 1996 (in %). ..... 143
Abb. 39:	Internationaler Vergleich der Bruttoinvestitionen nach Sektoren - Jahr 1996 ..... 144
Abb. 40:	Nettogewinnraten in Abhängigkeit der Exitwege in den USA - in Relation zum Beteiligungsbetrag..... 149
Abb. 41:	Branchenaufteilung des Neuen Markts..... 153
Abb. 42:	Marktkapitalisierung der Easdaq nach Branchen -Stand Februar 1998 .. 162
Abb. 43:	Stufen des Wagniskapitals der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse ..... 166
Abb. 44:	Die Kursentwicklung der MobilCom-Aktie seit der Erstnotierung am 10.März 1997..... 177
Abb. 45:	Die Unternehmensstruktur der MobilCom AG - Stand: Jahresende 1997 ..... 177
Abb. 46:	Die Entwicklung der Netscape-Aktie im Vergleich mit dem Morgan Stanley High Technology Index und dem S&P 500 (August '95 bis Januar '98) ..... 180
Abb. 47:	Finanzierungsmöglichkeiten der innovativen Unternehmen in Ab- hängigkeit der Unternehmensphase .....XXIX

	Seite
Abb. 48:	Finanzierungsmöglichkeiten der innovativen Unternehmen in Abhängigkeit der Unternehmensphase .....XXX
Abb. 49:	Finanzierungsmöglichkeiten der innovativen Unternehmen in Abhängigkeit der Unternehmensphase .....XXXI
Abb. 50:	Finanzierungsmöglichkeiten der innovativen Unternehmen in Abhängigkeit der Unternehmensphase .....XXXII
Abb. 51:	Finanzierungsmöglichkeiten der innovativen Unternehmen in Abhängigkeit der Unternehmensphase .....XXXIII
Abb. 52:	Die Gründerkultur in USA und Deutschland ..... XLIII
Abb. 53:	Unterschiede zwischen den Marktsegmenten an deutschen Aktienbörsen ..... XLV
Abb. 54:	Unterschiede zwischen den Marktsegmenten an deutschen Aktienbörsen ..... XLVI
Abb. 55:	Unterschiede zwischen den Marktsegmenten an deutschen Aktienbörsen ..... XLVII
Abb. 56:	Unterschiede an den Marktsegmenten an den deutschen Aktienbörsen ..... XLVIII
Abb. 57:	Vergleich der Zulassungsvoraussetzungen an der NASDAQ und dem Frankfurter Freiverkehr ..... LIX
Abb. 58:	Bestimmungsfaktoren für die Bewertung eines Unternehmens bei seiner Börseneinführung ..... LX
Abb. 59:	Die deutschen Börsen und die NASDAQ im direkten Vergleich ..... LXI
Abb. 60:	Vergleich der Wachstumswerte der Industrien an den deutschen Börse und der Nasdaq ..... LXI



## Tabellenverzeichnis

	Seite
Tab. 1:	Amerikanische Unternehmen und Innovationen der Computerindustrie, die mit Hilfe von Venture Capital finanziert wurden ..... 3
Tab. 2:	Klassifizierung der Betriebsgröße in Abhängigkeit der Beschäftigtenzahl und des Jahresumsatzes ..... 13
Tab. 3:	Faktoren der Übernahmeentscheidungen bei Produkten mit unterschiedlicher Innovationshöhe ..... 25
Tab. 4:	Volkswirtschaftliche Bedeutung des Venture Capital-Marktes ..... 46
Tab. 5:	Vergleich der Jahresrendite und Volatilitäten unterschiedlicher Anlagen in den USA ..... 82
Tab. 6:	Vor- und Nachteile der Kapitalmarktsegmente in Deutschland ..... 116
Tab. 7:	Mentalitäts- und Finanzierungsunterschiede zwischen USA und Deutschland ..... 134
Tab. 8:	Die Entwicklung des Fondsvolumens in Europa für die Jahre 1992-1996 ..... 140
Tab. 9:	Anteile der Finanzierungsphasen im internationalen Vergleich - im 5-Jahres-Trend in % der Bruttoinvestitionen 1992-1996 ..... 141
Tab. 10:	Vergleich der Desinvestitionswege in Deutschland - Frankreich - Großbritannien - Europa - USA für das Jahr 1995 -1997 (Angaben in %) ..... 145
Tab. 11:	Vor- und Nachteile der Nasdaq ..... 148
Tab. 12:	Vor- und Nachteile des Neuen Marktes ..... 154
Tab. 13:	Vor- und Nachteile der Easdaq ..... 162
Tab. 14:	VC-backed Unternehmen und Dual Listings am Neuen Markt - 3.8.1998 ..... 170
Tab. 15:	Aufbau und Inhalt eines Business Plans ..... XLIV

## Zusammenfassung

Venture Capital bedeutet ganz allgemein, daß einem wachstumsorientierten Unternehmen mit neuer Technologie oder Dienstleistung, Eigenkapital mit einer aktiven Managementunterstützung zur Verfügung gestellt wird. Dies trägt dazu bei, daß das Unternehmen seine neuen Produkte am Markt einführen und in dieser Phase wachsen kann. Oft wird der Begriff "Venture Capital" (VC) in Deutschland mit *Risiko-Kapital* oder *Wagnis-Kapital* übersetzt und nicht mit *Chancen-Kapital*, was es letztendlich ist.

In den USA ist Venture Capital ein gängiges Finanzierungsinstrument für (junge) innovative Unternehmen. Abgesehen von den volkswirtschaftlichen Erfolgen liefern auch die verschiedenen einzelwirtschaftlichen Erfolgsgeschichten einen Hinweis auf die in diesem Finanzierungs- und Dienstleistungsvehikel immanente wirtschaftliche Potenz. Bestes Beispiel hierfür ist die Entwicklung großer Teile der Hochtechnologie im kalifornischen Silicon Valley, wo Unternehmen wie Microsoft, Apple Computer, Intel und Netscape mit Hilfe von Venture Capitalgebern den Sprung von der "Garagenfirma" zum Unternehmen mit Weltruf geschafft haben. In Anbetracht dieser "Vorgaben" ist es nicht verwunderlich, daß es in vielen Ländern das Bestreben gab bzw. gibt, das US-amerikanische Venture Capital-Modell zu kopieren.

Legt man die wirtschaftliche Leistungskraft zugrunde, so hat der deutsche Venture Capital-Markt Nachholbedarf im Vergleich zu seinem Pendant in den USA.

Jeder Staat, mithin auch Deutschland, muß ein hohes Interesse an einem gut funktionierenden Venture Capital-Markt haben. Ein solcher Markt ist nicht nur unter betriebswirtschaftlichem Blickwinkel wünschenswert, sondern hat weitreichende gesamtwirtschaftliche Dimensionen. Eine Vielzahl von Studien (z.B. von Coopers & Lybrand) belegen die volkswirtschaftliche Bedeutung des Venture Capital-Marktes.

Insbesondere die KMUs gelten als hervorragende Pioniere bei der Erschließung von Innovationen und sind ein wichtiger Motor für die Wirtschaft. Auch und gerade sie wandeln Ideen und Erkenntnisse in Produkte um, für deren Herstellung sie neue Arbeitsplätze schaffen. So kam die von Coopers & Lybrand durchgeführte Studie zu dem Ergebnis, daß in den USA von den mit Venture Capital finanzierten Unternehmen jährlich 200 000 hochqualifizierte neue Arbeitsplätze geschaffen werden, und diese Firmen ein weitaus größeres Wachstumspotential als die

500 größten amerikanischen Unternehmen, vor allem in bezug auf das Wachstum der Mitarbeiterzahlen, den Anteil der Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen und ganz deutlich beim Umsatz, besitzen.

Innovierende Unternehmen benötigen zur nachhaltigen Unterstützung ihrer Aktivitäten eine ausreichende Ausstattung mit Eigenkapital. Sie müssen in einem Markt bestehen, der sich durch kurze Produktzyklen und rasante Dynamik auszeichnet, und gleichzeitig müssen sie bereits in einem frühen Stadium international wettbewerbsfähig sein.

Die Eigenkapitalausstattung der deutschen KMUs entspricht nicht unbedingt ihrer volkswirtschaftlich prägnanten Position.

Während große Unternehmen in der Regel den durch die Innovation hervorgerufenen Kapitalbedarf aus ihrem Cash Flow finanzieren können, stoßen die KMUs schnell an die Grenzen ihrer Selbstfinanzierungskraft.

Im Gegensatz zum internationalen Vergleich, sind in Deutschland die Kreditinstitute/ Banken mit etwa 60% die Hauptkapitalquelle. Zudem liegt in den letzten Jahren in Deutschland der Anteil der "Zukunftstechnologien" bei unter 10%, in den USA dagegen bei 60% und in Großbritannien bei 20%.

Bisher wurde das geringe Venture Capital-Fondsvolumen in Deutschland u.a. durch den bis 10. März 1997 fehlenden Exitmechanismus Börse begründet. Im Gegensatz zu den Venture Capital-Gesellschaften in USA besaßen die deutschen Venture Capital-Gesellschaften nicht die Möglichkeit, (junge) innovative Unternehmen mit innovativen Produkten oder Dienstleistungen, - auch wenn sie ertragsmäßig noch relativ instabil sind, aber eine gute Performance aufweisen - bereits nach drei bis vier Jahren an die Börse zu bringen. Mit der Implementierung des Neuen Markts wurde dieses Defizit behoben.

Die optimale Innovationshöhe und das Zusammenspiel zwischen optimaler Innovationshöhe und Investoren ist eine weitere wichtige Voraussetzung für einen gut funktionierenden Venture Capital-Markt. Bei der optimalen Innovationshöhe eines Einzeladopters und in bezug auf die optimale Innovationshöhe bei Aggregation individueller Akzeptanzbereiche läßt sich festhalten, daß ein Produkt nicht 'zu neu' und nicht 'zu wenig' neu sein darf. Beim Vergleich zwischen USA und Deutschland kann festgehalten werden, daß die höhere Risikobereitschaft in USA zu einem höheren Innovationsgrad führt.