

Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft  
Hrsg.: Prof. Dr. Joh. Heinr. v. Stein

**Philip von Boehm-Bezing**

# **Eigenkapital für nicht börsennotierte Unternehmen durch Finanzintermediäre**



Verlag Wissenschaft & Praxis



**Eigenkapital für nicht börsennotierte  
Unternehmen durch Finanzintermediäre**

**Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft  
an der Universität Hohenheim**

Herausgeber:

Prof. Dr. Joh. Heinr. v. Stein

**Band 21**

Philip von Boehm-Bezing

# **Eigenkapital für nicht börsennotierte Unternehmen durch Finanzintermediäre**

Wirtschaftliche Bedeutung und  
institutionelle Rahmenbedingungen

Verlag Wissenschaft & Praxis



CIP-Titelaufnahme der Deutschen Bibliothek

**von Boehm-Bezing, Philip:**

Eigenkapital für nicht börsennotierte Unternehmen durch  
Finanzintermediäre. Wirtschaftliche Bedeutung und institutionelle  
Rahmenbedingungen / Philip von Boehm-Bezing.

– Sternenfels ; Berlin : Verl. Wiss. und Praxis, 1998

(Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft  
an der Universität Hohenheim ; Bd. 21)

Zugl.: Hohenheim, Univ., Diss., 1997

ISBN 3-89673-037-1

NE: Stiftung Kreditwirtschaft <Stuttgart>: Studienreihe der Stiftung ...

ISBN 3-89673-037-1

© Verlag Wissenschaft & Praxis

Dr. Brauner GmbH 1998

D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6

Tel. 07045/930093 Fax 07045/930094

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt.  
Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes  
ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbeson-  
dere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und  
die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany

## Geleitwort

Mit der Studienreihe möchte die Stiftung Kreditwirtschaft Arbeiten, die an der Universität Hohenheim zu bank- und finanzwirtschaftlichen Themengebieten entstanden sind, einem interessierten Fachpublikum zugänglich machen. Die veröffentlichten Schriften sollen den Gedankenaustausch zwischen Universität und Praxis fördern.

Die Eigenkapitalfinanzierung von nicht börsennotierten mittelständischen Unternehmen durch Finanzintermediäre gewinnt zunehmend an Bedeutung. Die Entscheidung für oder gegen eine Finanzierung mit Eigenkapital wird gerade im Bereich dieser Unternehmen nicht nur von bestimmten objektiven Faktoren, sondern auch von vielfältigen subjektiven unternehmerischen Präferenzen beeinflusst. Damit auch hier die im einzelnen höchst unterschiedlichen Interessen von Kapitalnachfragern und –anbietern „optimal“ zur Deckung gebracht werden, könnte eine Ausweitung und Ausdifferenzierung der bestehenden Eigenkapitalbeschaffungsmöglichkeiten notwendig sein. Finanzintermediäre könnten dazu einen wichtigen Beitrag leisten. Ihre bislang relativ unbedeutende Rolle bei der Finanzierung mittelständischer Unternehmen beruht u.U. auf unzureichenden institutionellen Regelungen. Der Verfasser zeigt im Rahmen seiner interdisziplinär – ökonomisch und juristisch – angelegten Untersuchung, daß dies tatsächlich so ist, und macht entsprechende Reformvorschläge.

Wir wünschen dem 21. Band der Studienreihe, daß er reges Interesse finden möge.

Hohenheim, im Januar 1998

Prof. Dr. Joh. Heinr. von Stein  
(Herausgeber)

Prof. Dr. Lothar Vollmer  
(Betreuer)

## Vorwort

Die vorliegende Abhandlung mit dem Titel „Eigenkapitalfinanzierung nicht börsennotierter Unternehmen – wirtschaftliche Bedeutung und institutionelle Rahmenbedingungen –“ lag im August 1997 der Fakultät V – Wirtschafts- und Sozialwissenschaften der Universität Hohenheim als Dissertation vor.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater und Erstberichter, Herrn Prof. Dr. Lothar Vollmer, der die Arbeit mit vielfältigen Anregungen und konstruktiven Hinweisen gefördert hat. Danken möchte ich auch Herrn Prof. Dr. Joh. Heinr. von Stein für die Erstellung des Zweitgutachtens und für die Aufnahme der Arbeit in die von ihm herausgegebene Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft.

Besonderer Dank gebührt darüber hinaus Herrn Prof. Dr. Heinrich R. Stedler für seine fachliche und praxisorientierte Unterstützung sowie Herrn Dipl.-Oec. Rudolf X. Ruter, der es mir durch die flexible zeitliche Gestaltung meiner beruflichen Tätigkeit ermöglichte, diese Arbeit zu schreiben.

Mein herzlicher Dank gilt nicht zuletzt Frau Renée A. Richard, die mich in meinem Unterfangen stets mit viel Geduld und Verständnis unterstützt hat und der ich aus zahlreichen interdisziplinären Diskussionen wertvolle Hinweise verdanke.

Gewidmet ist die Arbeit meinen Eltern, denen ich für ihre Unterstützung in jeder Hinsicht besonders danken möchte.

## **GLIEDERUNG**

Abbildungsverzeichnis.....	21
Abkürzungsverzeichnis.....	23

## **Einführung**

A. Einführung und Problemstellung .....	27
B. Aufbau und Gang der Arbeit .....	30



# 1. Teil

## Unternehmensfinanzierung durch Eigenkapital

Einleitung .....	33
A. Einzel- und gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Eigenkapitalfinanzierung .....	34
I. Eigenkapital aus einzelwirtschaftlicher Sicht .....	35
1. Definition des Eigenkapitalbegriffs.....	35
2. Objektive Faktoren zur Ermittlung des Eigenkapitalbedarfs .....	37
a. Finanzwirtschaftliche Bilanzanalyse.....	37
aa. Grundlagen der finanzwirtschaftlichen Bilanzanalyse .....	38
bb. Vertikale Kapitalstruktur.....	39
cc. Horizontale Bilanzstruktur .....	40
dd. Anwendbarkeit von Finanzierungsregeln.....	42
b. Modelle zur Ermittlung der optimale Kapitalstruktur von Unternehmen.....	43
aa. Modell des optimalen Verschuldungsgrades .....	44
bb. Modigliani-Miller-Theorem.....	46
c. Steuerliche Behandlung von Eigenkapital.....	49
aa. Einfluß der Körperschaftsteuer bzw. der Einkommensteuer auf die Kapitalstruktur .....	50
bb. Einfluß der Gewerbesteuer auf die Kapitalstruktur .....	51
d. Optimale Kapitalstruktur unter Berücksichtigung von Steuern und Insolvenzrisiko .....	52

---

3. Zusammenspiel objektiver Faktoren und subjektiver Präferenzen .....	54
a. Subjektive Faktoren bei der Finanzierungsentscheidung .....	54
aa. Publizität als subjektives Entscheidungskriterium .....	55
bb. Kontrolle und Einfluß als subjektive Entscheidungskriterien .....	56
cc. Risikopräferenz und Flexibilität als subjektive Entscheidungskriterien.....	57
b. Auswirkung subjektiver Präferenzen auf die Kapitalstruktur.....	58
4. Ergebnis aus einzelwirtschaftlicher Sicht.....	60
<b>II. Eigenkapital aus gesamtwirtschaftlicher Sicht.....</b>	<b>62</b>
1. Bewertung der Eigenkapitalquote in Deutschland .....	62
a. Eigenkapitalquote in Deutschland .....	63
b. Existenz einer Eigenkapitallücke.....	66
2. Die Wirkung von Eigenkapital auf die Investitionsneigung .....	68
a. Investition als Innovation .....	68
b. Finanzierung von Innovationen.....	69
3. Die wettbewerbliche Dimension des Eigenkapitals .....	71
<b>Zwischenergebnis.....</b>	<b>73</b>

<b>B. Möglichkeiten der Eigenkapitalbeschaffung .....</b>	<b>74</b>
<b>I. Eigenkapitalbeschaffung aus unternehmens- internem Quellen.....</b>	<b>74</b>
1. Einbehaltung von Gewinnen .....	75
a. Einbehaltung ausgewiesener Bilanzgewinne .....	75
b. Kapitalzuführung über das „Schütt-aus- hol-zurück“-Verfahren .....	76
c. Bildung stiller Reserven .....	76
2. Eigenkapitalzuführung aus dem Vermögen der vorhandenen Gesellschafter .....	77
<b>II. Eigenkapitalbeschaffung aus unternehmens- externen Quellen .....</b>	<b>78</b>
1. Möglichkeiten zur Aufnahme neuer Gesellschafter.....	78
2. Auswahl geeigneter externer Eigenkapital- beschaffungsmöglichkeiten .....	81
a. Ermittlung der optimalen Möglichkeit zur Eigenkapitalfinanzierung .....	81
b. Spezifika bei der Ermittlung der geeigneten Möglichkeit zur Eigenkapitalfinanzierung für mittelständische Unternehmen .....	82
<b>Zwischenergebnis.....</b>	<b>84</b>
<b>Ergebnis .....</b>	<b>85</b>

## **2. Teil**

# **Eigenkapitalbeschaffung durch Aufnahme neuer Gesellschafter**

<b>Einleitung</b> .....	87
<b>A. Eigenkapitalbeschaffung außerhalb organisierter Kapitalmärkte</b> .....	88
<b>I. Allgemeine Bedeutung und Problematik</b> .....	88
1. Aufnahme neuer Gesellschafter mit mitunternehmerischen Interessen .....	89
2. Aufnahme neuer Gesellschafter ohne mitunternehmerische Interessen .....	91
<b>II. Konkrete Möglichkeiten und Grenzen</b> .....	93
1. Aufnahme neuer Gesellschafter bei der OHG.....	93
2. Aufnahme neuer Gesellschafter bei der KG und der GmbH .....	94
3. Aufnahme neuer stiller Gesellschafter.....	96
<b>Zwischenergebnis</b> .....	99

<b>B. Eigenkapitalbeschaffung über organisierte Kapitalmärkte .....</b>	<b>101</b>
<b>I. Allgemeine Bedeutung und Problematik.....</b>	<b>101</b>
1. Aufgaben von organisierten Kapitalmärkten.....	101
2. Bedeutung organisierter Kapitalmärkte für die Eigenkapitalfinanzierung mittlerer Unternehmen im internationalen Vergleich.....	103
3. Bewertungsansätze für den Börsengang kleiner und mittlerer Unternehmen .....	106
a. Rechtsform als Voraussetzung für den Börsengang .....	107
b. Publizitätsanforderungen .....	109
c. Kosten des Going Public.....	110
d. Marktaustrittsproblematik.....	112
e. Kapitalverfügbarkeit.....	113
<b>II. Konkrete Möglichkeiten und Grenzen.....</b>	<b>114</b>
1. Organisierte Kapitalmärkte und ihre Anforderungen an die Kapitalnehmer.....	115
a. Amtlicher Handel .....	115
aa. Anforderungen des Amtlichen Handels an Emittenten .....	116
bb. Eignung des Amtlichen Handels zur Eigenkapitalbeschaffung für mittlere Unternehmen .....	117
b. Geregelter Markt .....	118
aa. Anforderungen des Geregeltten Marktes an Emittenten .....	119
bb. Eignung des Geregeltten Marktes zur Eigenkapitalbeschaffung für mittlere Unternehmen .....	120

---

c. Freiverkehr .....	123
aa. Anforderungen des Freiverkehrs an Emittenten ...	123
bb. Eignung des Freiverkehrs zur Eigenkapital- beschaffung für mittlere Unternehmen .....	124
d. Neuer Markt .....	125
aa. Konzeption und Positionierung des Neuen Marktes .....	125
bb. Anforderungen des Neuen Marktes an Emittenten.....	127
cc. Eignung des Neuen Marktes zur Eigenkapital- beschaffung für mittlere Unternehmen .....	129
e. Internationale Börsenmärkte für kleine und mittlere Unternehmen.....	130
aa. NASDAQ .....	130
bb. EASDAQ .....	132
cc. Alternative Investment Market (AIM) .....	134
dd. Nouveau Marché .....	136
2. Bewertung der Möglichkeiten zur Beschaffung von Eigenkapital für kleine und mittlere Unternehmen auf organisierten Kapitalmärkten .....	136
3. Alternative Ansätze zur Beschaffung von Eigenkapital.....	138
a. Eigenkapitalbeschaffung durch Emission von Genußscheinen .....	139
aa. Ausstattungsmerkmale von Genußscheinen .....	139
bb. Handelbarkeit von Genußscheinen an organisierten Kapitalmärkten .....	141

b. Eigenkapitalbeschaffung nach dem Konzept des Stuttgarter Modells.....	143
aa. Konzeptionelle Gestaltung des Stuttgarter Modells .....	143
bb. Bedeutung der mittelbaren Anlegerbeteiligung ....	144
<b>Zwischenergebnis .....</b>	<b>146</b>
<b>Ergebnis .....</b>	<b>148</b>

### 3. Teil

## Eigenkapitalbeschaffung durch Einschaltung von Finanzintermediären

<b>Einleitung .....</b>	<b>151</b>
<b>A. Formen und Grundsätze bestehender    Finanzintermediäre .....</b>	<b>153</b>
<b>I. Entwicklung und Bedeutung des Beteiligungs-        marktes .....</b>	<b>153</b>
1. Geschichtliche Entwicklung der Finanzintermediäre in Deutschland.....	153
2. Bedeutung und Beteiligungsvolumina deutscher Finanzintermediäre .....	155

---

<b>II. Öffentlich-rechtliche Beteiligungsfonds und -gesellschaften</b> .....	159
1. Kreditanstalt für Wiederaufbau .....	160
a. KfW-Mittelstandsprogramm .....	162
b. ERP-Beteiligungsprogramm .....	163
c. KfW-Risikokapitalprogramm .....	165
2. Deutsche Ausgleichsbank .....	167
a. Eigenkapitalhilfe-Programm .....	167
b. Eigenkapitalergänzungsprogramm .....	168
c. DtA- und ERP-Existenzgründungsprogramm.....	169
d. Beteiligungskapital der DtA.....	169
3. Mittelständische Beteiligungsgesellschaften .....	170
<b>III. Privatwirtschaftliche Kapitalbeteiligungs- und -anlagegesellschaften</b> .....	172
1. Kapitalanlagegesellschaften .....	172
a. Wertpapier-Sondervermögen .....	174
b. Beteiligungs-Sondervermögen .....	174
2. Universelle Kapitalbeteiligungsgesellschaften .....	177
3. Unternehmensbeteiligungsgesellschaften .....	179
a. Beteiligungspolitik .....	181
b. Refinanzierungsmöglichkeiten .....	182
<b>Zwischenergebnis</b> .....	183



---

<b>B. Eigenkapitalbeschaffung durch Finanzintermediäre</b> .....	185
<b>I. Bedeutung und Problematik</b> .....	185
1. Informationsasymmetrien .....	186
2. Auswirkungen asymmetrisch verteilter Informationen .....	187
3. Risikoreduktion durch Portfoliobildung .....	190
<b>II. Möglichkeiten und Grenzen</b> .....	191
1. Öffentlich-rechtliche Beteiligungsfonds und -gesellschaften .....	192
a. Zielgruppe der Kreditanstalt für Wiederaufbau .....	193
b. Zielgruppe der Deutschen Ausgleichsbank .....	196
c. Zielgruppe der mittelständischen Beteiligungs- gesellschaften .....	198
2. Privatwirtschaftliche Kapitalbeteiligungs- und -anlagegesellschaften .....	200
a. Zielgruppe der Kapitalanlagegesellschaften .....	200
b. Zielgruppe universeller Kapital- beteiligungsgesellschaften .....	203
c. Zielgruppe von Unternehmens- beteiligungsgesellschaften .....	205
<b>Zwischenergebnis</b> .....	206
<b>Ergebnis</b> .....	212

## 4. Teil

# Verbesserung der institutionellen Rahmenbedingungen für Finanzintermediäre

<b>Einleitung</b> .....	215
<b>A. Notwendigkeit von institutionellen Verbesserungen</b> .....	217
<b>I. Bedeutung des Mittelstandes für die deutsche Wirtschaft</b> .....	217
1. Abgrenzung mittelständischer Unternehmen .....	218
a. Abgrenzung mittelständischer Unternehmen nach der Klassifizierung der Deutschen Bundesbank .....	219
b. Abgrenzung mittelständischer Unternehmen unter Berücksichtigung ihrer Möglichkeiten zur Eigenkapitalbeschaffung .....	219
2. Bedeutung mittlerer Unternehmen .....	221
a. Quantitative Bedeutung des Mittelstandes .....	222
b. Wettbewerbliche und gesamtwirtschaftliche Bedeutung mittlerer Unternehmen .....	222
<b>II. Nachteile des Mittelstandes bei der Unternehmensfinanzierung</b> .....	225
1. Kostenaspekte .....	226
2. Risikoaspekte .....	228
3. Bestehende Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungsgesellschaften .....	229
<b>Zwischenergebnis</b> .....	232

<b>B. Möglichkeiten für institutionelle Verbesserungen .....</b>	<b>235</b>
<b>I. Deregulierung des UBGG zur Verbesserung der institutionellen Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungsgesellschaften .....</b>	<b>238</b>
1. Soll-Situation und gewünschte Wirkungen des UBGG .....	239
a. Gesamtwirtschaftliche Ziele des Gesetzgebers in bezug auf das UBGG.....	239
b. Einzelwirtschaftliche Ziele der Unternehmensfinanzierung über universelle Kapitalbeteiligungsgesellschaften und Unternehmensbeteiligungsgesellschaften .....	242
aa. Ziele der Beteiligungsunternehmen .....	243
bb. Ziele der Anleger bzw. Gesellschafter .....	248
2. Ist-Situation und Auswirkungen des UBGG .....	250
a. Steuerliche Regelungen .....	251
aa. Gewerbe- und Vermögensteuerbefreiung der UBG .....	251
bb. Auswirkungen der Steuerbefreiungen für Anleger bzw. Gesellschafter.....	252
b. Regelungen zur Rechtsform .....	255
c. Refinanzierungsmöglichkeiten und öffentliches Aktienangebot .....	256
d. Anlagerestriktionen .....	258
e. Bewertung des UBGG .....	260

<b>II. Möglichkeiten zur steuerlichen Entlastung und Förderung</b> .....	262
1. Entlastungen bei der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen auf der Ebene der Beteiligungsgesellschaft .....	264
2. Entlastungen bei der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen für private Anleger .....	267
3. Entlastungen bei der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen für institutionelle Anleger .....	269
4. Entlastungen bei der Besteuerung von Gewinnen aus laufenden Beteiligungserträgen.....	269
5. Förderung der privaten Anleger .....	270
6. Zusammenfassung der zweckmäßigen steuerlichen Ansätze .....	271
<b>III. Möglichkeiten zur Deregulierung des UBG</b> .....	273
1. Alternative Rechtsformen für UBG .....	273
a. Die KGaA als alternative Rechtsform für UBG .....	274
b. Die GmbH als alternative Rechtsform für UBG .....	275
2. Aufweichung der Vorschriften zum öffentlichen Angebot der UBG-Aktien .....	277
a. Verringerung der Angebotsquote .....	277
b. Flexibilisierung der Angebotsfrist .....	278
3. Ausweitung des Refinanzierungsinstrumentariums .....	279
a. Eigenkapitalfinanzierung über Genußscheine .....	280
b. Ausweitung der Möglichkeiten zur Fremdkapitalfinanzierung .....	282

4. Flexibilisierung und Erweiterung des Beteiligungsgeschäfts der UBG .....	283
a. Flexibilisierung der Regelungen zur Beteiligungshöhe und -dauer .....	284
b. Erweiterung der Möglichkeiten in bezug auf Auslandsbeteiligungen .....	285
c. Erweiterung des Beteiligungsinstrumentariums durch Genußscheine .....	286
<b>IV. Integration von Venture Capital in Beteiligungsportfolios von Beteiligungsgesellschaften .....</b>	<b>289</b>
1. Charakteristika von Venture Capital .....	289
2. Einzel- und gesamtwirtschaftliche Bedeutung von Venture Capital .....	290
3. Phasen der 'klassischen' Venture Capital-Finanzierung....	292
4. Umsetzung der Venture Capital-Integration und Möglichkeiten zur Risikoreduktion.....	294
5. Staatliche Förderung von Venture Capital .....	297
<b>Zwischenergebnis .....</b>	<b>299</b>
<b>Ergebnis .....</b>	<b>302</b>
<b>Zusammenfassung und Ausblick</b>	
Zusammenfassung und Ausblick .....	305
Literaturverzeichnis.....	313

## **ABBILDUNGSVERZEICHNIS**

Abbildung 1:	Basisfaktoren und Katalysatoren für ökonomisches Wachstum und für Erneuerung.....	28
Abbildung 2:	Darstellung des Modells des optimalen Verschuldungsgrades.....	45
Abbildung 3:	Der Leverage-Effekt beim Modigliani-Miller-Theorem .....	47
Abbildung 4:	Optimaler Verschuldungsgrad in Abhängigkeit von Insolvenzkosten und Steuerzahlungen .....	53
Abbildung 5:	Subjektive Präferenzen der Finanzierungsentscheidung .....	55
Abbildung 6:	Kosten und Risiken als wesentliche Determinanten für die Finanzierungsentscheidung .....	59
Abbildung 7:	Streuung der Eigenkapitalquote bei mittelständischen Unternehmen .....	64
Abbildung 8:	Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland nach Rechtsformen .....	66
Abbildung 9:	Erforderlicher Kapital-Mix in Abhängigkeit der Innovationsphasen .....	70
Abbildung 10:	Potential zur Eigenkapitalbeschaffung in Abhängigkeit von subjektiven und objektiven Faktoren .....	80
Abbildung 11:	Chancen/Risiko-Profil des Stillen bei typisch und atypisch stiller Beteiligung .....	96
Abbildung 12:	Bedeutung von Pensionsfondsvermögen für die Börsenkapitalisierung der Volkswirtschaften im Jahr 1995 im internationalen Vergleich.....	104
Abbildung 13:	Globale Entwicklungstendenzen an den internationalen Wertpapiermärkten .....	105

Abbildung 14: Positionierung des Neuen Marktes im Umfeld der bestehenden Börsenmarktsegmente .....	126
Abbildung 15: Das Stuttgarter Modell der mittelbaren Anlegerbeteiligung .....	144
Abbildung 16: Phasenverteilung der Bruttoinvestitionen (Volumen) der Mitglieder des BVK 1996 .....	156
Abbildung 17: Beteiligungsvolumina im internationalen Vergleich..	158
Abbildung 18: Anteile der KfW-Programme für kleine und mittlere Unternehmen 1995 .....	161
Abbildung 19: Relevanz der Informationstransformation .....	188
Abbildung 20: Anteile der KMU-Förderprogramme der DtA .....	196
Abbildung 21: Exitkanäle von Kapitalbeteiligungsgesellschaften .....	204
Abbildung 22: Ist-Zustand auf dem Markt für Eigenkapital für nicht börsennotierte Unternehmen .....	208
Abbildung 23: Soll-Zustand auf dem Markt für Eigenkapital für nicht börsennotierte Unternehmen .....	210
Abbildung 24: Chancen mittelständischer Unternehmen im Wettbewerb .....	223
Abbildung 25: Entwicklungskreislauf für den Eigenkapitalmarkt .....	234

## ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abb.	.....	Abbildung
AG	.....	Aktiengesellschaft
AktG	.....	Aktiengesetz
ASU	.....	Arbeitsgemeinschaft selbständiger Unternehmer
Aufl.	.....	Auflage
BayBG	.....	Bayerische Beteiligungsgesellschaft mbH
BFH	.....	Bundesfinanzhof
BIP	.....	Bruttoinlandsprodukt
BörsG	.....	Börsengesetz
BörsO	.....	Börsenordnung
BörsZulV	.....	Börsenzulassungs-Verordnung
DAX	.....	Deutscher Aktienindex
DBG	.....	Deutsche Beteiligungsgesellschaft mbG
DGIB	.....	Deutsche Gesellschaft für Innovations- beteiligungen mbH
DM	.....	Deutsche Mark
BJTU/BTU	.....	Beteiligungskapital für junge/kleine Technologieunternehmen
BMWi	.....	Bundesministerium für Wirtschaft
bspw.	.....	beispielsweise
BVerfG	.....	Bundesverfassungsgericht
BVK	.....	Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungs- gesellschaften German Venture Capital Association e.V.
BT-Drucks.	.....	Drucksache des Deutschen Bundestags



---

bzw.	.....	beziehungsweise
d.h.	.....	daß heißt
DIHT	.....	Deutscher Industrie- und Handelstag
DtA	.....	Deutsche Ausgleichsbank
EASD	.....	European Association of Securities Dealers
EASDAQ	.....	European Association of Securities Dealers Automated Quotation
ECU	.....	European Currency Unit
EKE	.....	Eigenkapitalergänzungsprogramm
EKH	.....	Eigenkapitalhilfe-Programm
ERP	.....	European Recovery Program
ESt	.....	Einkommensteuer
EStG	.....	Einkommensteuergesetz
GewStG	.....	Gewerbsteuergesetz
GewStR	.....	Gewerbsteuer-Richtlinien
GmbH	.....	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	.....	Gesetz betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GWB	.....	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
HGB	.....	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	.....	Herausgeber
i.allg.	.....	im allgemeinen
i.d.R.	.....	in der Regel
i.e.S.	.....	im engeren Sinne
IHK	.....	Industrie- und Handelskammer
i.V.m.	.....	in Verbindung mit
IW	.....	Institut der deutschen Wirtschaft
i.w.S.	.....	im weiteren Sinne
Jg.	.....	Jahrgang

KAG	.....	Kapitalanlagegesellschaft
KAGG	.....	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KBG	.....	Kapitalbeteiligungsgesellschaft
KWG	.....	Kreditwesengesetz
MBG	.....	Mittelständische Beteiligungsgesellschaft
MBI	.....	Management-Buy-In
MBO	.....	Management-Buy-Out
Mio.	.....	Million
Mrd.	.....	Milliarde
m.w.N.	.....	mit weiteren Nennungen
NASDAQ	.....	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
o.g.	.....	oben genannt
OHG	.....	offene Handelsgesellschaft
o.Jg.	.....	ohne Jahrgang
o.S.	.....	ohne Seitenangabe
SAHZ	.....	Schütt-aus-hol-zurück
sog.	.....	sogenannt
tbg	.....	Technologie-Beteiligungs-Gesellschaft m.b.H.
TOU	.....	Technologieorientierte Unternehmensgründun- gen
UBG	.....	Unternehmensbeteiligungsgesellschaft
UBGG	.....	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesell- schaften
VAG	.....	Versicherungsaufsichtsgesetz
v.a.	.....	vor allem
VC	.....	Venture Capital
VCG	.....	Venture Capital-Gesellschaft
VStG	.....	Vermögenssteuergesetz

WpHG	.....	Wertpapierhandelsgesetz
z.B.	.....	zum Beispiel
Zf.	.....	Ziffer

# Einführung

## A. Einführung und Problemstellung

In einer lebendigen und auf Wachstum ausgerichteten Volkswirtschaft, die nicht nur dem zunehmenden internationalen Wettbewerb ausgesetzt ist, sondern sich auch in einem ständigen Strukturwandel befindet, kommt den Möglichkeiten der Unternehmensfinanzierung ein hoher Stellenwert zu. Unternehmen müssen sich in immer kürzer werdenden Zeitabständen auf neue Wettbewerbsbedingungen einstellen. Die Entwicklung neuer Produkte und Produktionsverfahren sowie die Schaffung neuer Märkte hat im Hinblick auf die Erhaltung der sozialen Standards in Deutschland sowie der damit eng verbundenen Erhaltung bisheriger und der Schaffung neuer Arbeitsplätze elementare Bedeutung.

Die Entwicklung neuer Produkte, Techniken und Ideen sowie ihre Einführung und Etablierung im Markt ist mit großen Risiken verbunden und erfordert in hohem Maße die Bereitschaft und Fähigkeit der Unternehmer, Innovationen und entsprechende Investitionen vorzunehmen. Die Basis für Innovationen wird durch das gesamtwirtschaftliche Umfeld gelegt. Wesentliche Faktoren sind hier die allgemeinen Standortfaktoren, wie z.B. die Infrastruktur i.w.S. - neben physischer Infrastruktur fällt hierunter auch der Ressourcenzugang i.allg. - sowie die politischen bzw. wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen, die sozio-kulturellen Wertvorstellungen und die institutionelle Unterstützung, z.B. durch private oder öffentliche Forschungseinrichtungen. Auch die administrativen Rahmenbedingungen gehören zu diesen Basisfaktoren.

Entscheidend für die Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft sind jedoch katalysatorisch wirkende Faktoren. Die Innovations- und Investitionsfähigkeit wird dabei im wesentlichen durch den Zustand der Kapitalmärkte und der Absatzmärkte sowie durch die Ausbildung und Risikobereitschaft der Menschen und der vorhandenen unterstützenden Organisationen determiniert. Wie die folgende Abbildung verdeutlicht, sind diese Faktoren von erheblichen Interdependenzen gekennzeichnet. Es ist daher kaum zu erwarten, daß mit der Beeinflussung nur einer Determinante größere Veränderungen eintreten werden. So wird sich z.B. die Innovati-

onsfähigkeit nicht allein durch die erhöhte Verfügbarkeit von Venture Capital verändern lassen, sondern nur in Verbindung mit entsprechender Ausbildung und insbesondere einer Veränderung der individuellen Risikopräferenzen.

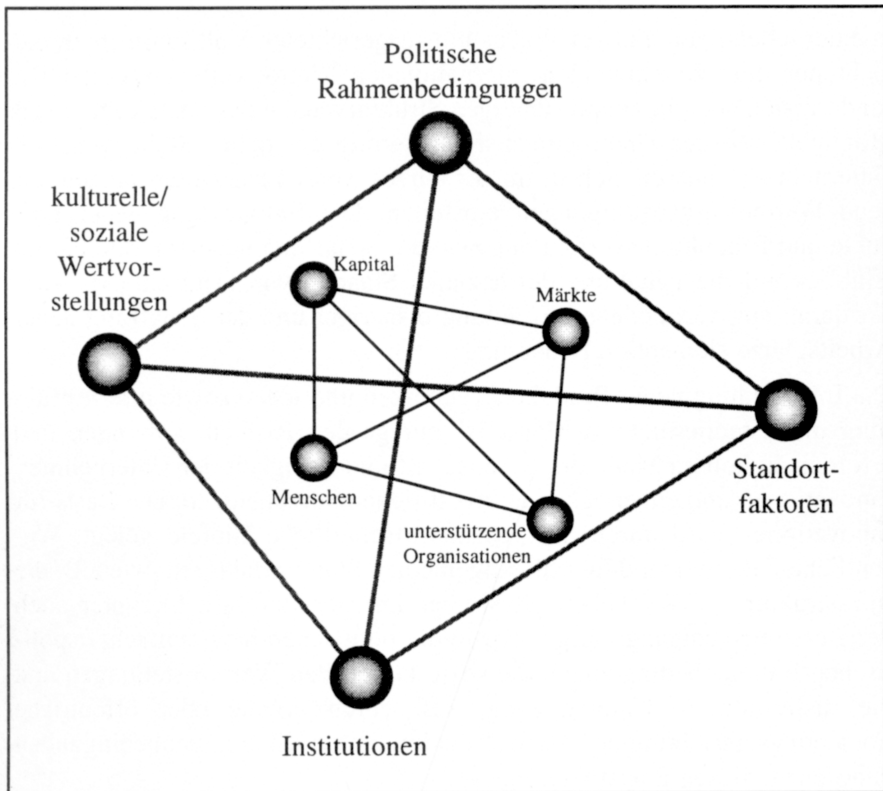


Abb. 1: Basisfaktoren und Katalysatoren für ökonomisches Wachstum und für Erneuerung (Quelle: Bygrave (1995), S. 68)

Vor diesem Hintergrund sind auch die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen zu sehen. Als Grundlage für Innovationen und Investitionen ist es erforderlich, daß den Unternehmen in ausreichendem Maße finanzielle Mittel zur Verfügung stehen, die dem investitionspezifischen Risiko gerecht werden und u.U. auch die Folgen eines Scheiterns abfangen kön-

nen. Der aus individuellen subjektiven Präferenzen und objektiven Faktoren resultierenden Kapitalnachfrage sollte idealerweise unabhängig von der Größe bzw. dem Umsatz eines Unternehmens ein gleichwertiges und differenziertes Angebot gegenüberstehen. Bei steigendem Innovations- und Investitionsbedarf vieler Unternehmen ist davon auszugehen, daß der Fremdkapitalfinanzierung künftig engere Grenzen gesetzt sein werden<sup>1</sup> und verstärkt vollhaftendes Eigenkapital nachgefragt werden wird bzw. werden muß.

Bereits seit vielen Jahren wird die Eigenkapitalquote deutscher und insbesondere die der kleinen und mittleren Unternehmen im internationalen Vergleich kontrovers diskutiert. Einerseits wird von einer mangelhaften Eigenkapitalausstattung gesprochen, wobei die Existenz objektiver Kriterien für die optimale Eigenkapitalausstattung suggeriert wird. Auf der anderen Seite wird das Vorhandensein einer Eigenkapitallücke gänzlich bestritten. Der hohe Fremdkapitalanteil bei der Finanzierung von KMU wird dabei auf unternehmerisches Rationalverhalten zurückgeführt.<sup>2</sup>

Beide Ansätze greifen zu kurz, da die Entscheidung für oder gegen eine Finanzierung mit Eigenkapital sowohl von subjektiven unternehmerischen Präferenzen unterschiedlichster Motivation als auch von objektiven Faktoren, wie z.B. den Kosten in Verbindung mit den Risiken, beeinflusst wird. Es liegt die Vermutung nahe, daß durch eine Ausweitung und Differenzierung der Eigenkapitalfinanzierungsmöglichkeiten die Präferenzen insbesondere der nicht börsennotierten Unternehmen zu einem größeren Teil gedeckt werden könnten als dies bisher der Fall ist. In der Folge ist davon auszugehen, daß durch die Optimierung der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsdeterminante 'Kapital' Investitionen und Innovationen gefördert werden.

Die vorliegende Arbeit geht der Frage nach, inwieweit auf der Ebene nicht börsennotierter Unternehmen der potentiellen Eigenkapitalnachfrage ein entsprechendes Angebot gegenübersteht bzw. in welchen Bereichen dies nicht der Fall ist. Auf der Grundlage der Angebots- und Nachfragestruktur sowie der gegebenen Rahmenbedingungen werden mögliche Reformansätze zur Belebung des Eigenkapitalmarktes diskutiert.

---

<sup>1</sup> Vgl. Christians (1988), S. 527

<sup>2</sup> Vgl. z.B. Schneider (1986), S. 2295