

Arbeitspapiere Unternehmen und Region
Nr. U2/2006



Björn Wolf

Das Finanzierungsumfeld junger
Unternehmen in Deutschland



Fraunhofer Institut
System- und
Innovationsforschung



Kontakt:

Fraunhofer-Institut für System-
und Innovationsforschung (ISI)

Abteilung "Regionen und Marktdynamik"

Breslauer Straße 48

D-76139 Karlsruhe

Tel.: +49 / 721 / 6809-138

Telefax: +49 / 721 / 6809-176

e-mail: christine.schaedel@isi.fraunhofer.de

URL: www.isi.fraunhofer.de/r/

Karlsruhe 2006

ISSN 1438-9843

Inhaltsverzeichnis	Seite
1 Bedeutung des Finanzierungsumfeldes für die Gründung und das Wachstum junger Unternehmen	1
2 Einflussfaktoren und Typen des Finanzierungsumfeldes	3
3 Beschreibung des Finanzierungsumfeldes junger Unternehmen in Deutschland von 1980 bis 2005	7
3.1 Privatpersonen.....	10
3.2 Unternehmen	14
3.3 Kreditinstitute	18
3.4 Beteiligungsgesellschaften	28
3.5 Staat	36
3.6 Börsenfinanzierungen.....	43
3.7 Synoptische Darstellung des Finanzierungsumfeldes in Deutschland.....	46
4 Zusammenfassung und Schlussfolgerungen.....	51
5 Literatur	53

Abbildung

Abbildung 1:	Unterscheidungsmerkmale des Investitionsverhaltens von Kapitalgebern	7
Abbildung 2:	Art der Kapitalvergabe	9
Abbildung 3:	Geschäftslage, Beteiligungsgespräche und investiertes Kapital deutscher Business Angel im Zeitablauf	13
Abbildung 4:	Kapitalvergabe von Kreditinstituten in Deutschland im Zeitverlauf	21
Abbildung 5:	Kapitalvergabe von Kreditinstituten im zeitlichen und internationalen Vergleich.....	22
Abbildung 6:	Anzahl der Kreditinstitute und Filialen im zeitlichen und internationalen Vergleich.....	23
Abbildung 7:	Beschreibung des deutschen institutionellen Beteiligungskapitalmarktes im Zeitverlauf	31
Abbildung 9:	Neuemissionen im amtlichen und geregelten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse im Zeitverlauf.....	44
Abbildung 10:	Börsenfinanzierung deutscher Unternehmen.....	44
Abbildung 11:	Finanzierungsumfeldtypen in Deutschland im Zeitablauf.....	50

Tabellen

Tabelle 1:	Finanzierungsumfeldtypen	6
Tabelle 2:	Ziele unterschiedlicher Kapitalgeber	8
Tabelle 3	Charakterisierung von Privatpersonen als Kapitalgeber	11
Tabelle 4	Charakterisierung von Unternehmen als Kapitalgeber.....	15
Tabelle 5	Charakterisierung von Kreditinstituten als Kapitalgeber.....	19
Tabelle 6	Charakterisierung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften als Kapitalgeber	29
Tabelle 7:	Merkmale des deutschen institutionellen Beteiligungskapitalmarkts in den Jahren 1996, 2000 und 2004	33
Tabelle 8:	Systematisierung staatlicher Unterstützungsleistungen, die auf die Verbesserung der Kapitalversorgung von Unternehmen abzielen.....	36

Tabelle 9	Charakterisierung des Staates als Kapitalgeber	38
Tabelle 10:	JU-relevante Fördermaßnahmen auf Unternehmensebene.....	40
Tabelle 11:	Vergleichende Gegenüberstellung der quantitativen Ausprägung des Kapitalumfelds von JU in Deutschland.....	46
Tabelle 12:	Investitionsverhalten verschiedener Kapitalgebertypen	49

1 Bedeutung des Finanzierungsumfeldes für die Gründung und das Wachstum junger Unternehmen

Die Entwicklung von Volkswirtschaften ist unter anderem abhängig von der Gründungsaktivität und dem Wachstum von jungen Unternehmen (JU) (Sternberg/Bergmann 2003). Wie hoch die Anzahl der jährlich neu gegründeten Unternehmen ist und wie sich diese entwickeln, wird wiederum von vielfältigen Faktoren beeinflusst. Beispielsweise zeigen Szyperski/Nathusius (1999) die große Bandbreite der Problemsituationen in den frühen Entwicklungsphasen von Gründungen auf. Zahlreiche Untersuchungen belegen dabei, dass insbesondere Finanzierungsprobleme eines der bedeutendsten Hemmnisse bei der Gründung und der Realisierung des Wachstums von jungen Unternehmen sind (u. a. Günther et al. 2003; Kulicke/Wupperfeld 1996; Pleschak et al. 2002a; Pleschak et al. 2002c). Als "Finanzierungsprobleme" können dabei Schwierigkeiten der Unternehmen angesehen werden, ihren externen Kapitalbedarf durch Finanzierungsmittel externer Kapitalgeber zu decken.¹ Auch für die Ausprägung der Probleme, externe Kapitalgeber in die Finanzierung einzubinden, bestehen zahlreiche Einflussfaktoren. Diese Ausprägung ist jedoch sehr wesentlich abhängig von der jeweiligen Beschaffenheit des Kapital- bzw. Finanzierungsumfeldes² der jungen Unternehmen (u. a. Schulz 1999). Dieses unterscheidet sich regional und zeitlich deutlich, so dass typgleiche Unternehmen³ in einem Land bzw. zu einem bestimmten Zeitpunkt eine Finanzierung erhalten, in einem anderen Land oder zu einem anderen Zeitpunkt aber nicht.

Ziel der vorliegenden Analyse ist es, **mit einem deskriptiven Ansatz das Finanzierungsumfeld für junge Unternehmen in Deutschland für den Zeitraum von 1980 bis 2005 abzubilden** und diesem Zeitraum verschiedene idealtypisch abgeleitete **Finanzierungsumfeld-Typen zuzuordnen**. Die Typisierung des bisherigen Finanzierungsumfeldes soll weiterführende wissenschaftliche Untersuchungen ermögli-

1 Bei dieser Betrachtung bleiben Umsatzerlöse bzw. mit ihnen in Zusammenhang stehende Anzahlungen ausgeklammert, die der Innenfinanzierung zugeordnet werden. Außen vor bleiben auch Lieferantenkredite und das Leasing. Bei letzteren fließt den Unternehmen kein Kapital zu, sondern es vermindert sich der externe zahlungsstrombezogene Kapitalbedarf (Wolf/Ossenkopf 2005).

2 Als Kapital- bzw. Finanzierungsumfeld wird die Gesamtheit der Art und des Umfangs der externen Kapitalbedarfsdeckung der Unternehmen angesehen. In nachfragedominierten Märkten ist das Finanzierungsumfeld gleichzusetzen mit dem Finanzierungsangebot. In angebotsdominierten Märkten kann das die Nachfrage übersteigende Angebot jedoch nicht identifiziert werden.

3 Typgleichheit bezieht sich auf Unternehmenscharakteristika, wie Höhe des Kapitalbedarfs, Risiko, Renditechancen sowie Kapitalakquisitionsverhalten.

chen, die sich der Bestimmung des jeweiligen Finanzierungsumfeldes bedienen können. Das gilt beispielsweise für die Fragestellung, welches Finanzierungsverhalten Unternehmen unter verschiedenen Umfeldbedingungen aufweisen.

Neben einer historischen Betrachtung werden auch **zukünftige Entwicklungstendenzen** aufgezeigt. Sämtliche Kapitalgebergruppen werden in die Analyse einbezogen. In dieser umfassenden Weise wurde bislang in keiner anderen Untersuchung das Finanzierungsumfeld junger Unternehmen analysiert. Darüber hinaus leistet die Analyse einen Beitrag zur **Aufklärung der Frage, welche Kapitalgebertypen für die Finanzierung von jungen Unternehmen besonders bedeutend sind**. Die Ergebnisse der vorliegenden Analyse sind daher sowohl für die Wissenschaft als auch für die Wirtschaftspolitik relevant, da sie die Identifizierung angebotsseitiger Finanzierungsengpässe und davon abgeleitete Schlussfolgerungen für die öffentliche Förderpolitik zulassen.

Im Folgenden werden daher im Kapitel 2 zunächst die verschiedenen Einflussfaktoren der jeweiligen Ausprägung des Finanzierungsumfeldes junger Unternehmen aufgezeigt. Daneben erfolgt die Ableitung idealtypischer Finanzierungsumfeld-Typen. In Kapitel 3 wird dann anhand einer Unterteilung nach verschiedenen Kapitalgebertypen, der Umfang der Kapitalbereitstellung für JU im zeitlichen Verlauf und im internationalen Vergleich beschrieben. Das gleiche gilt für die Kapitalbereitstellung über Wertpapierbörsen. Diese Beschreibung gipfelt in einer synoptischen Darstellung des Finanzierungsumfeldes junger Unternehmen in Deutschland, auf deren Basis einzelnen Zeiträumen zwischen den Jahren 1980 und 2005 verschiedene der zuvor abgeleiteten idealtypischen Finanzierungsumfeld-Typen zugeordnet werden. Das Arbeitspapier schließt mit einer Zusammenfassung und dem Aufzeigen möglicher Schlussfolgerungen der Ergebnisse für Unternehmen und Akteure der Wirtschaftspolitik ab (Kapitel 4).

2 Einflussfaktoren und Typen des Finanzierungsumfeldes

Bei der Bestimmung des Finanzierungsumfeldes muss unterschieden werden nach der Existenz verschiedener Arten von Finanzierungsoptionen⁴, also der **Qualität des Umfeldes**, sowie nach dem Umfang der jeweils verfügbaren Mittel, also der **Quantität des Umfeldes**. Deren Ausprägung wird beeinflusst vom soziokulturell-rechtlichen Umfeld des Finanzierungssystems, welches international, aber auch regional sehr unterschiedlich ausfallen kann, und dem Zeitpunkt der Finanzierung. Zu den relevanten **Einflussfaktoren der qualitativen sowie der quantitativen Ausgestaltung des Finanzierungsumfeldes** gehören im Einzelnen⁵:

- Rechtlicher Rahmen (Steuergesetzgebung, Regulierung),
- Staatliche Unterstützungsleistungen,
- Effizienz des Finanzmarktes (u. a. Innovationsfreudigkeit, Managementkompetenz),
- Ausprägung des Wettbewerbs zwischen Kapitalgebern und Vorhandensein von Koinvestoren,
- Vorhandensein von Anlagealternativen,
- Präferenzstruktur der originären Investoren sowie der Intermediäre,
- Kapitalnachfrage (u. a. Gründungsaktivität, Präferenzstruktur der Unternehmer),
- Zeitpunkt bzw. Konjunktur.

Es kann davon ausgegangen werden, dass der rechtliche Rahmen und staatliche Unterstützungsaktivitäten das Finanzangebot wesentlich beeinflussen. So kann die Ausgestaltung des Steuerrechtes bestimmte Kapitalformen präferieren (EVCA 2003a; Industry Commission 1991; Martin et al. 2003; Ruling 2001; Wupperfeld 1995). Reglementierungen können die Entstehung von spezialisierten Finanzakteuren oder innovativer Finanzierungsformen verhindern oder begünstigen. Die Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes wird sehr stark von der ständigen instrumentellen Weiterentwicklung an den Finanzmärkten beeinflusst. Auch der Umfang des Wett-

⁴ Dazu zählen u. a. die verschiedenen Arten von Kapitalgebern, Finanzierungsformen, Laufzeiten und Kontroll- sowie Unterstützungsaktivitäten.

⁵ Vgl. u. a. Bygrave/Timmons (1999); Gerybadze (1999); Schmidt/Terberger (1996); Kulicke/Wupperfeld (1996); Black/Gilson (1997); Petty (1997); Lessat et al. (1999); Grünbichler/Keiber (1999); Dietl (1998); Hackethal/Schmidt (2000); Schertler (2002c); Guthoff (2002); Engel (2002a); Kokalj et al. (2003); Deakins/Free (2003); Martin et al. (2003); EVCA (2003a); Heid et al. (2003); Schertler (2003); Stolpe (2003a); Stolpe (2004a); Paul et al. (2003); Siebert (2004); Connolly (2004); Deloitte & Touche (2006).

bewerbs sowie die Ausprägung der Innovationsfreudigkeit der Investoren, wie z. B. das Festhalten an althergebrachten Finanzierungs- und Handelsformen, bestimmen die qualitative Ausprägung von Finanzmärkten (Evans 1998; Gerybadze 1999; Laux 1993; Petersen/Rajan 1995).

Nicht zuletzt wird die Ausbildung neuer Finanzakteure oder Finanzierungsformen dabei auch von der jeweiligen Kapitalnachfrage getrieben. Häufig ist zur Ausbildung neuer Segmente eine Mindestnachfrage erforderlich, die es neuen Angeboten ermöglicht, wirtschaftlich erfolgreich zu sein (Schertler 2002c). Daneben treten die Präferenzstruktur der Investoren, insbesondere bezüglich ihrer Risiko-Rendite-Einstellung, die durch historisch bedingte Wertorientierungen geprägt sind (u. a. Industry Commission 1991; Tylecote 1994). Dabei ist es insbesondere auch von Interesse, auf welche Art und mit welchen Methoden Risiken gemessen werden und welche Beurteilungskriterien für die Auswahl von Investments herangezogen werden (Deakins/Freel 2003; Deakins/Philpott 1993). Zudem ist relevant, inwiefern auf Kapitalgeberebene auf Maßnahmen zur Reduzierung des Investmentrisikos zurückgegriffen werden kann. So kann auf Investorenebene die professionelle Auswahl und Betreuung, die Syndizierung, die Diversifikation, der Einsatz von Derivaten oder eine vertragliche Schadensabwälzung (z. B. durch Versicherungen, Derivate oder innovative Finanzierungsformen) zur Reduzierung des Investitionsrisikos des Kapitalgebers beitragen und in Einzelfallbetrachtung risikoreichere Engagements eingegangen werden (Dietrich/Krcmar 1999; Franke/Hax 1999; Gintschel/Hackethal 2004). Notwendig für die Ausbildung derartiger Eigenschaften und Verhaltensweisen auf Kapitalgeber-ebene ist dabei die Akkumulation von Erfahrungen über einen längeren Zeitraum hinweg (Roling 2001; Schertler 2002b).

Neben die aufgezählten Faktoren, die insbesondere die Qualität und potenzielle Quantität des Angebots beeinflussen, treten vom Zeitpunkt der Finanzierung abhängige Faktoren. Dazu gehören das allgemeine wirtschaftliche Umfeld, die Börsenlage sowie die aktuelle Inflationsrate, die dafür verantwortlich sind, dass das tatsächliche Marktvolumen des Kapitalangebotes im Zeitverlauf deutlich schwankt (u. a. Franke 2001; Guthoff 2002; Industry Commission 1991; Jugel 2001).

Ungünstige Kombinationen all dieser Faktoren können dazu führen, dass es zu grundsätzlichen oder aber auch regional oder zeitlich beschränkten Angebotsengpässen hinsichtlich der Qualität als auch der Quantität der Finanzierungsmöglichkeiten kommen kann.

Die **Quantität** kann dabei **als hoch eingestuft** werden, wenn

- das in den jeweiligen Marktsegmenten vorhandene Kapitalangebot ausreicht, um die nach objektiven Beurteilungskriterien finanzierungswürdigen Unternehmen

ausreichend mit finanziellen Mitteln zu versorgen. Alle volks- wie betriebswirtschaftlich lohnenden Innovationsprojekte würden so eine Finanzierung erhalten.

Empirisch stellt es sich jedoch als unmöglich heraus, derartige Situationen zu identifizieren, da hierfür notwendige Daten nicht verfügbar sind. Eine weniger exakte, jedoch probate Lösung mag dabei darstellen, das Kapitalangebot in den verschiedenen Segmenten zu unterschiedlichen Zeitpunkten oder in unterschiedlichen Ländern absolut bzw. auch mittels relativer Kennzahlen zu vergleichen. Bezugsgröße könnten beispielsweise die Anzahl oder die kumulierte Umsatzhöhe von Unternehmen sowie die Höhe des jeweiligen BIP sein. Auch ist es möglich, Rückschlüsse über die zeitliche Veränderung des Kapitalangebotes aus Panelanalysen (z. B. der KfW, der Bundesbank, des ZEW, des IfM, des Ifo-Instituts) zu ziehen oder die Unternehmen direkt zu ihrer Einschätzung des Kapitalangebotes zu befragen (Hommel/Schneider 2003). Aus diesen Indikatoren lässt sich auch ablesen, ob eine geringe Quantität des Angebots bzw. gefühlte Angebotsengpässe lediglich kurzfristig oder dauerhaft sind.

Von einer **hohen qualitativen Güte** kann gesprochen werden, wenn

- eine große Anzahl verschiedener Arten von Finanzierungsoptionen existiert, mit der die jeweiligen individuellen Bedürfnisse der Unternehmen, d. h. die unterschiedlichen Nachfragesegmente, befriedigt werden können.

Dies bedingt, dass der rechtliche Rahmen, die Ausprägung des Wettbewerbs und die Innovationsfreudigkeit der Kapitalgeber, ihre Präferenzstruktur aber auch eine ausreichend mengenmäßige Kapitalnachfrage in den einzelnen Segmenten eine hohe Mannigfaltigkeit des Angebotes und hohe Effizienz des Finanzmarktes sicherstellen. Ist dies nicht gewährleistet, sind Situationen denkbar, in denen verschiedene Teilsegmente des Kapitalmarktes unterversorgt sind. Ständige Weiterentwicklungen auf den Finanzmärkten und die Einführung von Finanzinnovationen (z. B. neue Kapitalmarktakteure, Vertragsformen, Auswahl- und Betreuungsprozeduren) sowie staatliche Unterstützungsleistungen führen jedoch dazu, dass sich diese Angebotslücken schließen lassen (Deakins/Freel 2003; Europäische Kommission 2001c; Tylecote 1994).

Tabelle 1 macht deutlich, in welche Typen das Finanzierungsumfeld unterschieden werden kann, wenn eine Unterteilung der Ausprägung des qualitativen und des quantitativen Umfeldes berücksichtigt wird. Gegebenenfalls könnte das dargestellte Typenmodell auch um das Kriterium der Dauerhaftigkeit quantitativ oder qualitativ geringen Angebots bzw. der Schwankungsintensität der Angebotsquantität erweitert werden. Zudem kann der spezifische Typ des quantitätsdominierten Umfeldes durch einen Zusatz erweitert werden, der aussagt, welches Teilsegment eine hohe Qualität aufweist. So kann das Kapitalangebot dominiert sein von bestimmten Anbietergrup-

pen (z. B. Banken-dominiert) oder Finanzierungsformen (z. B. Fremdkapital-dominiert).

Tabelle 1: Finanzierungsumfeldtypen

	Quantität	
Qualität	hoch	gering
hoch	Starkes Umfeld	Qualitätsdominiertes Umfeld
gering	Quantitätsdominiertes Umfeld	Schwaches Umfeld

Aus der Bestimmung der jeweiligen Qualität und Quantität des Kapitalangebots lassen sich Rückschlüsse auf das Vorhandensein von Finanzierungsengpässen ziehen. Dies setzt jedoch eine quantitative sowie qualitative Gleichheit und Konstanz der Kapitalnachfrage durch die Unternehmen voraus. Alleinige Verhältnisbildungen zur jeweiligen Anzahl der zu finanzierenden Unternehmen oder zum BIP reichen hierfür aber nicht aus, da diese keine verhaltensbedingten internationalen Nachfrageunterschiede bzw. zeitlichen Nachfrageänderungen berücksichtigen. Zwar zeigen andere Studien derartige Nachfrageunterschiede und -änderungen (z. B. Friedrichs 2001; Pleschak et al. 2002a) auf, jedoch sind diese in Kombination mit dem hier gewählten Untersuchungsansatz quantitativ nicht zu verwerten. Aussagen zu angebotsseitig ermittelten Finanzierungsengpässen bleiben so stets unsicher, können aber durch entsprechende parallele Selbsteinschätzungen der Unternehmen gestützt werden (KfW 2005b; Kunkel 2005).

3 Beschreibung des Finanzierungsumfeldes junger Unternehmen in Deutschland von 1980 bis 2005

Das Finanzierungsumfeld junger Unternehmen in Deutschland wird im Folgenden anhand einer Differenzierung nach der Art der Kapitalgeber untersucht. Einzig hierfür sind die zur Beurteilung notwendigen empirischen Daten verfügbar. Eine Unterteilung nach Finanzierungsformen, Laufzeit oder Unterstützungsverhalten der Kapitalgeber ist für die angestrebte Betrachtung wegen der Datenlage dagegen weniger geeignet. Jedoch lassen sich bei Berücksichtigung des typischen Investitionsverhaltens der jeweiligen Kapitalgeber durchaus Rückschlüsse auf das Vorhandensein von Finanzierungsengpässen auch auf Ebene weiterer Betrachtungsgegenstände ziehen.

Für die Ableitung der Unterscheidungsmerkmale von Kapitalgebern werden in Abbildung 1 zunächst die Merkmale des Investitionsverhaltens der Kapitalgeber aufgezeigt.

Abbildung 1: Unterscheidungsmerkmale des Investitionsverhaltens von Kapitalgebern

- Investitionsfokus (Charakter der Anlageform bzgl. Höhe, zeitlicher Struktur sowie Unsicherheit des mit der Investition bzw. Finanzierung verbundenen Zahlungsstromes)
- Forderung von Sicherheiten und Einflussrechten
- Vorgehen bei der Auswahl der Investmentalternativen
- Art der eingesetzten Finanzierungsinstrumente
- Höhe und Laufzeit der Kapitalbereitstellung
- Betreuungsumfang

In Abbildung 1 wird deutlich, dass eine große Bandbreite an Kriterien besteht, nach denen Kapitalgeber unterschieden werden könnten. Im Folgenden wird daher eine Unterscheidung herangezogen, die sich in der bisherigen wissenschaftlichen Literatur, insbesondere aber in der Praxis herausgebildet hat (u. a. Nathusius 2001). Dabei werden unterschieden:

- Privatpersonen (Gründer, Familienangehörige, Freunde, nicht zum Freundes- bzw. Familienkreis zählende Privatpersonen, wie z. B. Mitarbeiter oder Business Angels),
- Unternehmen (Kunden, Zulieferer, Wettbewerber),
- Kreditinstitute (Geschäftsbanken, Genossenschaftsbanken, Sparkassen, staatliche Fördereinrichtungen, Selbsthilfeeinrichtungen der Wirtschaft),
- Kapitalbeteiligungsgesellschaften (unabhängige Kapitalbeteiligungsgesellschaften, von Unternehmen/Versicherungen/Sparkassen/Banken abhängige Kapitalbeteili-

gungsgesellschaften, staatliche Fördereinrichtungen, Selbsthilfeeinrichtungen der Wirtschaft),

- Staat (staatliche Fördereinrichtungen).

Wie bereits zuvor dargestellt, ist der Investmentfokus von Kapitalgebern u. a. abhängig von deren Zielsetzungen. Grundsätzlich können diese in Förder-, Rendite- sowie strategische Orientierung unterschieden werden. Tabelle 2 ordnet diese den verschiedenen Kapitalgebergruppen zu. Auch innerhalb der Kapitalgebergruppen tritt dabei eine große Differenziertheit zu Tage. So existieren Kapitalbeteiligungsgesellschaften, die vorrangig Förderziele, solche die vorrangig finanzielle und solche die vorrangig strategische Ziele verfolgen. Zu letzteren gehören Kapitalbeteiligungsgesellschaften (KBG), die von Banken abhängig sind. Diese haben u. a. das Ziel für das Mutterunternehmen Neukunden zu akquirieren und Bestandskunden durch eine verbesserte Eigenkapitalausstattung zu unterstützen. Auch KBG, die Tochterunternehmen von Unternehmen sind, können strategische Zielsetzungen aufweisen, wie das Beobachten von technologischen Trends.

Tabelle 2: Ziele unterschiedlicher Kapitalgeber

Akteure \ Ziel	Förderorientierung	Renditeorientierung	Strategische Orientierung
Privatpersonen	z. B. Familie		z. B. Existenzgrundlage, Bewahrung des Familienfriedens oder der Freundschaft, Spaß, Selbsterfüllung
Unternehmen			z. B. Technologiemonitoring
Kreditinstitute	z. B. Förderbanken, Sparkassen, Genossenschaftsbanken		z. B. Neukundenakquisition, cross selling
Kapitalbeteiligungsgesellschaften	z. B. Fördereinrichtungen		z. B. von Banken oder Unternehmen abhängige KBG
Staat		z. B. Grundsatz des Kapitalerhaltes in verschiedenen Förderprogrammen	

grau unterlegte Felder: Ziel wird von Akteursgruppe verfolgt

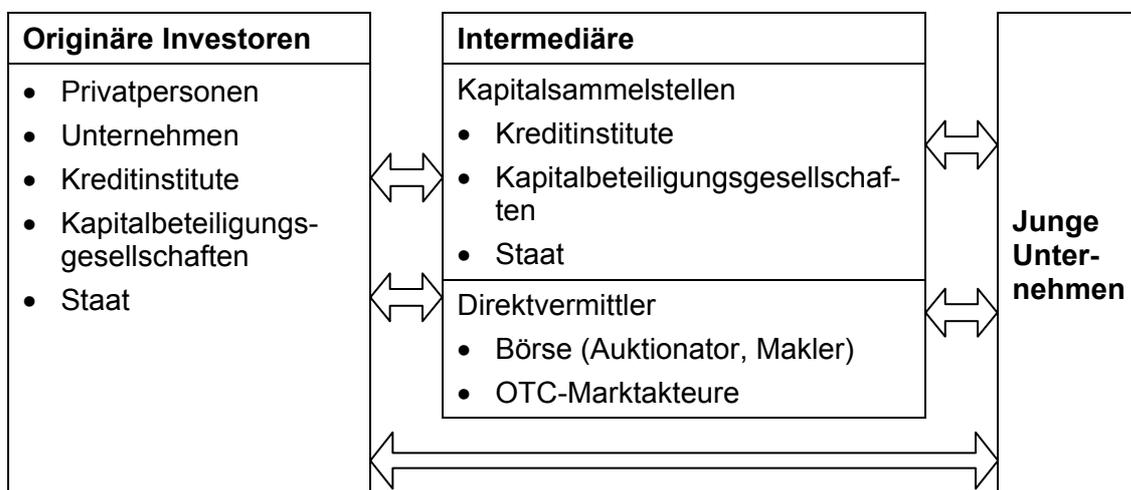
weiß unterlegte Felder: Ziel wird von Akteursgruppe nicht verfolgt

Entsprechend der Ziele, der verfügbaren Kapitalvolumina und externen Einschränkungen ergeben sich für die jeweiligen Kapitalgebergruppen unterschiedlich ausgepräg-

te Auswahlkriterien bzw. Investitionsfokusse und Verhaltensweisen (vgl. Abbildung 1). Bezüglich der Auswahlkriterien ist dabei zu beachten, dass diese die Form von Muss-, Soll- aber auch Kann-Kriterien annehmen. In den folgenden Kapiteln werden die Investitionsfokusse sowie die Verhaltensweisen der unterschiedlichen Kapitalgebertypen beschrieben. Dabei muss jedoch beachtet werden, dass die Bandbreiten der Eigenschaften auch innerhalb der Kapitalgebertypen sehr breit gefächert sind. Hier kommt hinzu, dass neben der grundsätzlichen Investmentstrategie, bei Kapitalgebern, die Institutionen darstellen, auch das Handeln von einzelnen Personen die Differenziertheit weiter vergrößert (Gerybadze/Müller 1990).

Bevor die einzelnen Kapitalgebertypen unterschieden werden, sei jedoch noch darauf verwiesen, dass auch die Art der Kapitalzuführung durch diese verschiedenen Gruppen auf unterschiedlichem Weg erfolgen kann. Das Kapital wird einerseits direkt, d. h. durch originäre Kapitalgeber und andererseits indirekt durch Intermediäreinrichtungen zugeführt (vgl. Abbildung 2). Als "*originär*" sind die Investoren dann anzusehen, wenn sie die Anlageentscheidung für ihre eigenen finanziellen Mittel eigenverantwortlich und unabhängig treffen. Hierzu zählen insbesondere Privatpersonen sowie Unternehmen, deren Tätigkeitsschwerpunkt nicht im Finanzbereich liegt. Die Zuführung der Finanzierung kann dabei direkt durch die originären Kapitalgeber oder durch die Zwischenschaltung von Intermediären erfolgen.

Abbildung 2: Art der Kapitalvergabe



Intermediäre sind entweder ausschließlich Direktvermittler, die keine eigenen Anlageentscheidungen treffen oder Kapitalsammelstellen, die über ihre Anlagen unter Berücksichtigung der Zielsetzung der originären Investoren entscheiden (u. a. Breuer 1993). Verfügen Intermediäre über eigene finanzielle Mittel, so bildet deren Anlage jedoch ebenfalls ein originäres Investment. In Abhängigkeit von ihrer Tätigkeit übernehmen die Intermediäre die Funktion der Informations-, Losgrößen-, Fristen- und

Risikotransformation (Bitz 1989; Gerke/Pfeufer 1995; Schirmeister/Wippler 1999). Nicht selten existieren Konstruktionen, wie z. B. Fonds in Fonds-Angebote, bei denen zwischen dem originären Investor und dem Kapital nachfragenden Unternehmen mehrere Intermediäre eingebunden sind.

Der folgenden Beschreibung des Finanzierungsumfeldes von jungen Unternehmen wird die Unterscheidung der Kapitalgeber in Privatpersonen, Unternehmen, deren Geschäftszweck nicht hauptsächlich in der Kapitalanlage von Geldern Dritter liegt, Kreditinstitute, KBG und den Staat zu Grunde gelegt. Zudem aufgenommen wird die Betrachtung der Möglichkeit zur Inanspruchnahme von organisierten Kapitalvermittlungsstellen, also von Börsenfinanzierungen. Die folgende Betrachtung bezieht sich auf das Kapitalumfeld für junge Unternehmen in Deutschland in der Zeit von 1980 bis 2004. Zudem werden gegenwärtige und zukünftige Entwicklungstendenzen aufgezeigt. Die Bestimmung der jeweiligen Kapitalumfeldtypen erfolgt anhand von Vergleichen im Zeitverlauf und zu anderen internationalen Kapitalmärkten.

3.1 Privatpersonen

Die Finanzierungsbeziehung von Privatpersonen und den jungen Unternehmen ist in der Regel indirekt. Die meisten Privatanleger vergeben ihre liquiden Mittel an Intermediäre und lassen diese in vorher vereinbartem Umfang über die letztendliche Anlage der Gelder entscheiden. Jedoch existieren auch Privatpersonen, die Kapitalanlagen in JU direkt oder nur durch die Zwischenschaltung von Direktvermittlern (z. B. Börsenmakler) tätigen. Die wissenschaftliche Literatur klassifiziert Privatpersonen, die ihr Kapital direkt an JU vergeben, als informelle Investoren (Bygrave et al. 2003; Lessat et al. 1999).

Hinsichtlich ihres Investmentfokus, ihres Investmentverhaltens sowie ihrer Betreuung weisen die Charakteristika von Privatpersonen eine große Bandbreite auf. Laut einer internationalen Vergleichsstudie von Bygrave (2003) investieren 75 Prozent der informellen Investoren in Deutschland nicht mehr als 5.800 Euro und 99 Prozent nicht mehr als 21.700 Euro jährlich. Nach dieser Studie investieren etwa 3,7 Prozent aller über 18jährigen Personen informell in Unternehmensgründungen, mit durchschnittlich 4.500 Euro je informellem Investor. Gerade die Gruppe derer, die größere Investments tätigen, ist in Deutschland im internationalen Vergleich sehr klein ausgeprägt, was auch scheinbar deutlich unterdurchschnittliche Anlagebeträge deutscher Investoren und einen vergleichsweise geringen Anteil der informellen Investitionen am BIP zur Folge hat. Die Autoren führen dies jedoch auf eine tendenzielle Informationszurückhaltung reicher deutscher Investoren zurück.

Informelle Investments sind in kleineren Anlagebeträgen möglich, da vorhandene Beziehungen und bestehendes Vertrauen zu einer Senkung der Transaktionskosten führen (OECD 1998). Besonders bedeutend, insbesondere für kleinere Investmentbeträge, sind dabei Familienangehörige, Freunde und Arbeitskollegen, die anzahlmäßig zusammen etwa 88 Prozent aller informellen Investoren ausmachen. Nur 12 Prozent der Investoren sind Fremde. Jedoch investieren insbesondere diese, in Abhängigkeit von der Definition als Business Angels im engeren Sinne bezeichnbar (Bell 1999), höhere Beträge und nehmen daher in Bezug auf das investierte Kapital eine höhere Bedeutung ein (Bygrave et al. 2003).

Auch wenn insbesondere zum Umfang und der Bedeutung der Investitionen deutscher Privatinvestoren noch erhebliche Unsicherheiten bestehen, so wird durch die vorhandenen Untersuchungen von Stedler/Peters (2002) sowie Hemer (o.J.) das Investitionsverhalten deutscher Business Angel auch in seiner starken Differenziertheit bereits gut dargestellt. Auch bilden Coveney/Moore (1998), Hemer et al. (1999), Brettel et al. (2000) und Stedler/Peters (2002) Typisierungen, die aufzeigen, dass bezüglich der Motive, dem Investmentfokus und der Intensität ihrer Beratung verschiedene Arten von Business Angels existieren. Tabelle 3 gibt die Charakterisierung von Privatpersonen als Kapitalgeber wieder und verdeutlicht, welche Eigenschaften das von ihnen vergebene Kapital aufweist.

Tabelle 3 Charakterisierung von Privatpersonen als Kapitalgeber

Investitionsfokus:

- generell sehr große Bandbreite an unterschiedlichen Ausrichtungen der Investoren (Aram 1989; Europäische Kommission 2003; Hemer et al. 1999)
- Renditeziele und Risikoakzeptanz in Abhängigkeit von einzelner Person sehr unterschiedlich (Gerke/Burraak 2001; Hemer et al. 1999), neben Renditezielen häufig jedoch Forderung nach Erfüllung weiterer Ziele (z. B. Beschäftigung, Informationspreisgabe) und keine Rechenschaftspflicht, wodurch Renditeziele geringer bzw. Risikoakzeptanz höher ausfällt (Coveney/Moore 1998; Gemmingen 1999; Gerybadze/Müller 1990; Just 2000; Just/Hemer 2000; Osnabrugge 1998; Sullivan/Miller 1996)
- Privatinvestoren mit größeren Investitionsvolumina und Betreuungskompetenz fokussieren sich i. R. auf innovative und wachstumsstarke Unternehmen (Hemer et al. 1999)
- häufig regional beschränkt (Aram 1989; Asche 2003a), wobei Koinvestoren weniger die regionale Nähe benötigen (Aram 1989)
- häufig auf frühe Investmentphasen beschränkt (Mason/Harrison 1995; Osnabrugge 1998)

Forderung von Sicherheiten und Einflussrechten:

- in Abhängigkeit von einzelner Person sehr unterschiedlich (Just/Hemer 2000)

Vorgehen bei der Auswahl der Investmentalternativen:

- wenig standardisiert (Hemer 1999; Just/Hemer 2000; Osnabrugge 1998)

Art der eingesetzten Finanzierungsinstrumente:

- keine Einschränkungen und daher sehr differenziert (Horst/Krüger 1999)
- Privatinvestoren mit größeren Investitionsvolumina und Betreuungskompetenz vergeben i. R. Eigenkapital (Hemer et al. 1999)

Höhe und Laufzeit der Kapitalbereitstellung:

- häufig sehr kleine Anlagebeträge (Asche 2002), in Einzelfällen, insbesondere bei Business-Angel-Investments auch größere Beträge von z. T. über 2 Mio. EUR möglich (Bygrave et al. 2003; Hemer et al. 2001; Nathusius 2001) und auch Syndizierungen ermöglichen größere Kapitalaufnahmen (Brettel et al. 2000; Hemer 1999)
- Fristorientierung von einzelner Person abhängig, i. R. aber begrenzt und durchschnittlich jedoch langfristiger als institutionelle Investoren (Hirn 1998; Horst/Krüger 1999)
- begrenzte Kapazität zur Folgefinanzierung (European Commission 2001)

Betreuungsumfang:

- in Abhängigkeit von einzelner Person zum Teil umfangreiche Unterstützungsleistungen (Aram 1989; Brettel et al. 2000; Hemer et al. 1999; Just 2000; Stedler/Peters 2001; Stedler/Peters 2002)
- Privatinvestoren mit größeren Investitionsvolumina betreuen in der Mehrzahl intensiv (Brettel et al. 2000; Europäische Kommission 2003; Hemer et al. 1999; Hemer et al. 2001; Just 2000; Just/Hemer 2000).

Leistungs- und Interessentransparenz:

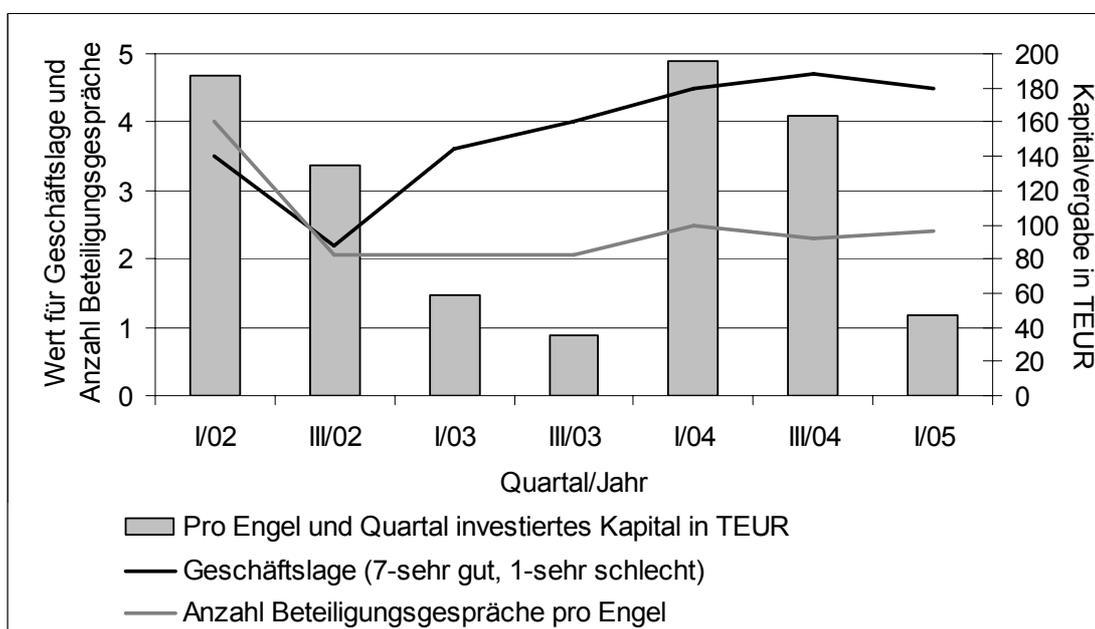
- generell sehr geringe Transparenz (Hemer et al. 1999; Stedler/Peters 2002)
- Transparenz kann durch Netzwerke gesteigert werden (Daferner 1999; Deutsche Bank 1999; Europäische Kommission 2003; Stedler/Peters 2001; Stedler/Peters 2002)

Durch den informellen Charakter der Kapitalbereitstellung ist der genaue Umfang des von Privatpersonen in JU investierten Kapitals nicht bekannt (Aram 1989; Europäische Kommission 2003). Es existieren daher zum Teil weit auseinander liegende Schätzungen (Brettel et al. 2000; Europäische Kommission 2001c; Hemer o.J.; Lessat et al. 1999). Nach den Auswertungen einer Studie von Bygrave et al. (2003) investierten informelle Investoren, also die Gründer selbst, deren Familienangehörige, Freunde und fremde Business Angels in Deutschland während des Zeitraums von 1997 bis 2001 pro Jahr etwa 11 Mrd. EURO. Dies entspricht ca. 0,55 Prozent des deutschen Bruttoinlandsproduktes (BIP). Der Durchschnitt aller betrachteten 18 Staaten der Vergleichsstudie liegt bei 1,13 Prozent der jeweiligen BIP. Bezogen auf das Jahr 2000 entsprach der Betrag der informellen Investments dem 2,5fachen dessen, was Beteiligungsgesellschaften als Frühphaseninvestments bereitstellten. Diese Angaben bestätigen sich in anderen Untersuchungen, bei denen deutlich wird, dass das von informellen Investoren bereitgestellte Kapital, zumindest bezogen auf den Bereich des Beteiligungskapitals für Frühphaseninvestments, deutlich über dem des formellen Beteiligungskapitalmarktes liegt (u. a. Bell 1998; Lessat et al. 1999; Os nabrugge 1998; Sohl/Sommer 2002; Stedler/Peters 2002).

Eine Angebotslücke und ein, bezogen auf die Bereitstellung von Kapital durch Privatpersonen, schwaches Kapitalumfeld kann auf Grund der Intransparenz der Daten nicht angenommen werden. Das zeigt auch die Betrachtung des Organisationsgrades des deutschen Business-Angel-Marktes. Gemessen an den nationalen Netzwerken, die im European Business Angel Netzwerk (EBAN) organisiert sind, hat Deutschland neben England seit 2002 in Europa den best organisierten Business Angel-Markt. Kamen 1999 noch drei von 64 EBAN-Netzwerken aus Deutschland waren es 2002 bereits 40 von 157.⁶

Zeitliche Vergleiche des Kapitalangebots von Privatpersonen sind kaum möglich. Basierend auf einer seit 2002 existierenden Panel-Untersuchung der VDI Nachrichten kann das Geschäftsklima, die durchschnittliche Anzahl der Beteiligungsgespräche sowie das investierte Kapital von deutschen Business Angels im Zeitablauf verglichen werden (vgl. Abbildung 3). In die Auswertungen werden quartalsweise 25 bis 35 deutsche Business Angels einbezogen. Die geringe Anzahl der antwortenden Investoren als auch die noch kurze Betrachtungsdauer lassen jedoch kaum eine aussagefähige Bewertung zu.

Abbildung 3: Geschäftslage, Beteiligungsgespräche und investiertes Kapital deutscher Business Angel im Zeitablauf



Quelle: VDI nachrichten, eigene Berechnungen

⁶ Nach Hemer (Hemer o.J.) liegt die Anzahl der in Deutschland in Business Angel Netzwerken organisierten Personen bei etwa 1.500. Stedler/Peters (2002) schätzen die Zahl der insgesamt in Deutschland aktiven Business Angel auf etwa 40.000. Andere Schätzungen gehen von etwa 27.000 aktiven Business Angel aus Hemer (Hemer o.J.).

Es lassen sich aus Paneluntersuchungen, aber auch durch die Vielzahl der internationalen Studien für die vermeintlich reiferen Business Angel Märkte wie Großbritannien oder die USA, gegenwärtige Trends und mögliche zukünftige Entwicklungstendenzen des deutschen Marktes ableiten. Hierzu zählen:

- Die zunehmende Vernetzung und Organisation professioneller Investoren erleichtert den Zugang und die Auswahl für die Unternehmen (Europäische Kommission 2001a; Europäische Kommission 2003).
- Die zunehmende Vernetzung führt zu einer verstärkten Syndizierung, womit auch bei alleiniger Einbindung von Privatpersonen größere Kapitalbedarfe finanzierbar werden.
- Die zunehmende Reife der Gründer bezüglich der Planung und der Informationsbereitstellung, ihrer Kontaktaufnahme und ihrer Verhandlungsgebaren sowie ihrer Vorstellungen über den Preis der Finanzierungen vereinfacht die Kapitalaufnahme von Privatinvestoren (o.V. 2006). Mit der zunehmenden Reife sinken das Risiko und der Zeitaufwand bei der Kapitalanlage. Dies hat auf das Finanzierungsverhalten der Privatinvestoren größeren Einfluss als auf das von Finanzierungsintermediären, da der Anlagedruck bei Privatpersonen wesentlich geringer ist als bei Intermediären.
- Es kann unterstellt werden, dass Privatpersonen dann bereit und fähig sind, als direkter Kapitalgeber für JU in Erscheinung zu treten, wenn es ihnen möglich ist, ausreichend Kapital anzusammeln (OECD 1998). Die in den kommenden Jahren zunehmende Zahl an Unternehmern, die altersbedingt im Rahmen der Sicherstellung der Unternehmensnachfolge aus ihren selbst aufgebauten Unternehmen ausscheiden, dürfte daher zu einer zunehmenden Zahl an vermögenden und mit unternehmerischem Know-how ausgestatteten Privatinvestoren führen.

3.2 Unternehmen

In der Literatur werden die Finanzierungsaktivitäten von Unternehmen gegenüber JU auch als Corporate Venture Capital (CVC) bezeichnet. Das Verständnis dessen, was unter CVC zu verstehen ist, fällt jedoch unterschiedlich aus. Grundsätzlich zeichnet es sich dadurch aus, dass Unternehmen eine Minderheits-Beteiligung an JU eingehen (Bannock Consulting 2001a). Das Ziel hierfür kann strategischer, finanzieller oder sozialer Art sein. Häufig sind die Investments aber strategisch motiviert, d. h. es liegen wettbewerbsbezogene, technologische oder organisatorische Ziele vor (Keil 2001; Mackewicz und Partner 1997; OECD 2002; Schüppen/Ehlermann 2000; Schuster 2001; Schween 1996; Weber/Weber 2003; zu Knyphausen-Aufseß/Rauser 2003). Die unterschiedlichen Arten der CVC-Aktivitäten können darüber hinaus unterschieden werden nach der organisatorischen Einbindung (Abteilung/eigenverantwortliche Einheit), der Art der Mittelzuweisung (Budget/Einzelfallbetrachtung), dem

Investmentfokus (Aufnahme/Abspaltung, komplementär/diversifizierend) und der rechtlichen und inhaltlichen Gestaltung der Beteiligungsbeziehung (abhängiges/unabhängiges Agieren, einmalig/mehrmalig, dauerhaft/zeitlich begrenzt) (Mackewicz und Partner 2003; Schuster 2001). Letzteres ist dabei nicht zuletzt abhängig von steuerrechtlichen Fragen (Krüger 2002). Zu Knyphausen-Aufseß/Rauser (2003) weisen darauf hin, dass deutsche Unternehmen ihre CVC-Aktivitäten zu großen Teilen über Tochtergesellschaften, also abhängige KBG, realisieren. Insofern besteht bei derartigen indirekten CVC-Aktivitäten vom Kapitalgebertyp der Unternehmen zu dem der KBG ein fließender Übergang. Im Gegensatz hierzu ist das CVC-Geschäft beispielsweise in den USA organisatorisch in der Regel als Abteilung im Unternehmen selbst eingebunden. Für die dortigen JU treten daher Unternehmen als direkte Kapitalgeber häufiger in Erscheinung.

Die CVC-Aktivitäten von Unternehmen grenzen sich demnach einerseits von *indirekten Investments* ab. Hierbei tritt das Unternehmen lediglich als Kapitalgeber unabhängiger Finanzintermediäre, wie z. B. von Kapitalbeteiligungsgesellschaften oder Kreditinstituten, auf. Dabei kann unterstellt werden, dass die Unternehmen lediglich finanzielle Ziele verfolgen. Andererseits können die CVC-Aktivitäten von Situationen unterschieden werden, in denen die JU durch den Kauf der Mehrheit der Unternehmensanteile übernommen werden und ihre Selbständigkeit verlieren. Denkbar sind in diesem Zusammenhang auch gleichberechtigte Fusionen von Unternehmen. Die Begriffswelt von Fusionen, Mergers, Aquisitions und CVC ist in diesem Rahmen jedoch nicht eindeutig (OECD 2002). Tabelle 4 gibt eine Beschreibung zum Investitionsverhalten von Unternehmen.

Tabelle 4 Charakterisierung von Unternehmen als Kapitalgeber

Investitionsfokus:

- Auswahl in der Regel nach strategischer Relevanz und Passfähigkeit, z. B. Optimierung des bestehenden Geschäfts, Erschließen neuer Geschäftsfelder, Absatzunterstützung für eigene Produkte, Einblicke in neue Technologien und Märkte, Nutzung brach liegender Patente, Lieferanten bzw. Kundenbindung (Bannock Consulting 2001a; Birkinshah/Hill 2003; Mackewicz und Partner 2003; Röper 2004)
- gemäßigte Renditeerwartungen (Bannock Consulting 2001a)
- keine Begrenzung auf frühe Entwicklungsphasen (Rudolph/Fischer 2000)

Forderung von Sicherheiten und Einflussrechten:

- meist Forderung von Einflussrechten (Miles 2002)

Vorgehen bei der Auswahl der Investmentalternativen:

- oft wenig standardisiert (zu Knyphausen-Aufseß/Rauser 2003)

Art der eingesetzten Finanzierungsinstrumente:

- ohne Einschränkung, in der Regel aber in Verbindung mit Eigenkapitalvergabe (Miles 2002)

Höhe und Laufzeit der Kapitalbereitstellung:

- in Abhängigkeit von einzelner Unternehmen sehr unterschiedlich (Bannock Consulting 2001a), generell jedoch geringerer zeitlicher Druck (Chesbrough 2000) als bei Kapitalbeteiligungsgesellschaften

Betreuungsumfang:

- in Abhängigkeit von einzelner Unternehmen zum Teil umfangreiche Unterstützungsleistungen durch Betreuung und Netzwerkzugang (Bannock Consulting 2001a; Chesbrough 2000; Maula et al. 2003; zu Knyphausen-Aufseß 2005)
- hinsichtlich nichtmonetärer Leistungen bessere Unterstützung als durch unabhängige KBG (Mackewicz und Partner 1997), insbesondere hinsichtlich dem Finden von Partnern und Kunden sowie der Unterstützung bei der FuE, wobei diese Unterstützungsleistungen komplementär zu der von unabhängigen KBG sind (Maula et al. 2005)

Leistungs- und Interessentransparenz:

- sehr intransparent (Bannock Consulting 2001a)

Ähnlich wie die Finanzierung durch Privatpersonen ist auch der Umfang der Finanzierung nicht offenkundig, der den JU durch Unternehmen bereitgestellt wird. Auch bei diesem Segment handelt es sich um einen intransparenten Markt. Offizielle Statistiken aus Meldepflichten, wie für den Bankenmarkt, sowie Erhebungen von Verbänden, wie für die Kapitalbeteiligungsgesellschaften, existieren nicht. Existierende Einzeluntersuchungen zeigen lediglich den Umfang der Kapitalvergabe von Großunternehmen auf (z. B. Bannock Consulting 2001a). Welche Rolle kleine und mittlere Unternehmen spielen, ist nicht bekannt. Zudem ist es schwierig, die Direktinvestitionen von den Engagements der Unternehmen abzugrenzen, die diese über abhängige oder unabhängige Kapitalbeteiligungsgesellschaften tätigen. Das Finanzierungsvolumen letzterer fließt in dieser Arbeit auch in die Betrachtung der Kapitalbeteiligungsgesellschaften ein.

Die Einschätzung des Finanzierungsumfeldes bezogen auf die Investorengruppe der Unternehmen ist daher nicht möglich. Weder für einen zeitlichen noch einen internationalen Vergleich liegen verlässliche Daten vor. Dennoch sollen folgende Angaben eine vage Vorstellung vermitteln, welchen Anteil Unternehmen als Kapitalgeber bei der Finanzierung von JU haben.

Nach einer Untersuchung von Bannock aus dem Jahr 2001, bei der die 2000 größten Unternehmen in Europa befragt wurden, gaben 23 Prozent der 369 antwortenden Unternehmen an, Corporate Venture Capital zu vergeben. Dieser Prozentsatz entspricht in etwa dem von Schween (1996) für deutsche börsennotierte Unternehmen festgestellten Anteil. Nach der Untersuchung von Bannock (2001a) machten die In-

vestitionen der Unternehmen im Jahr 2001 mit ca. 1,2 Mrd. Euro ca. 10 Prozent des von Kapitalbeteiligungsgesellschaften in den Phasen Seed, Start Up und Expansion investierten Kapitals aus. Von dieser Summe flossen etwa 40 Prozent in den early stage-Bereich. Das von den Unternehmen bereitgestellte Kapitalvolumen entsprach Bannock (2001a) zufolge allerdings nur etwa einem Fünftel dessen, was in den USA an CVC bereitgestellt wird. Relativiert zur Wirtschaftsleistung der Länder, fällt dieser Nachteil jedoch weitaus kleiner aus.

Von 1997 bis 2003 investierten die im BVK organisierten rechtlich selbständigen CVC-Gesellschaften fast 690 Mio. Euro. In den ersten Jahren wurde der überwiegende Anteil für den early stage-Bereich aufgewendet. In späteren Jahren verschob sich der Investitionsschwerpunkt dagegen auf Expansionsfinanzierungen. Somit kommt ein großer Teil des Finanzierungsvolumens der selbständigen CVC-Gesellschaften den JU zu Gute. Nach einem Hoch im Jahr 2000 ist die Investitionsbereitschaft der Unternehmen und ihrer CVC-Gesellschaften jedoch deutlich gesunken. Das gilt insbesondere für das Segment der Frühphasenfinanzierung. Im Jahre 2000 wurde ein Investitionshoch von 242,7 Mio. Euro erreicht, das im Jahr 2001 auf 158,8 Mio. Euro fiel. 2002 investierten die Gesellschaften 108,5 Mio. Euro. Die Anzahl der Gesellschaften vervierfachte sich jedoch von fünf im Jahr 2000 auf 20 im Jahr 2002. Deutschland hat dabei im Europavergleich 2002 eine bedeutende Stellung. Fast 50 Prozent der CVC-Deals in Europa wurden in Deutschland getätigt (EVCA 2003c).

Einer anderen Schätzung zur Folge, die die Vergabe von finanziellen Mitteln berücksichtigt, die von den Groß-, insbesondere aber von den kleinen und mittleren Unternehmen direkt, ohne die Einschaltung einer CVC-Gesellschaft, an andere Unternehmen vergeben werden, liegt das jährliche Finanzierungsvolumen weitaus höher als die vorgenannten Zahlen. Mackewicz und Partner (2003) schätzten das Potenzial für CVC in Europa auf jährlich 2 Mrd. Euro. Der Anteil der Kapitalvergabe deutscher Unternehmen daran liegt nach deren Schätzung bei etwa einem Drittel, was etwa 650 Mio. Euro pro Jahr entspräche. Aufgrund des im Vergleich zu KBG und Kreditinstituten deutlich internationaleren Investmentfokus, lässt sich das Volumen, welches deutschen JU jährlich zur Verfügung steht, jedoch nicht sicher ableiten. Hinzu kommt, dass seit der Studie von Mackewicz und Partner im Jahr 2003 deutliche Änderungen im deutschen CVC-Markt eingetreten sind. Einige große Unternehmen mit ehemals umfangreichen CVC-Aktivitäten, wie Infineon und die Deutsche Telekom, haben ihr Engagement deutlich reduziert oder diesen Geschäftsbereich aufgegeben und ihr Beteiligungsportfolio in den Jahren 2004 und 2005 verkauft. Andere Unternehmen bauen dagegen neue CVC-Aktivitäten auf. Die Angaben des Corporate Venture Capital Reports des EVCA bestätigen jedoch einen Rückgang des finanziellen Engagements der Unternehmen. Verlässliche Trendaussagen sind durch die sehr

volatilen Entwicklungslinien des CVC-Marktes und die im Vergleich zu anderen Marktsegmenten hohe Anzahl an Marktein- und -austritten nicht möglich (EVCA 2005).

3.3 Kreditinstitute

Die Kreditvergabe erfolgt in Deutschland zu großen Anteilen durch die drei Kreditinstitutsgruppen der privaten Banken, Genossenschaftsbanken sowie öffentlich-rechtlichen Banken bzw. Sparkassen (Afhüppe et al. 2003; Engerer/Schrooten 2004; Pieper 2005). Bezogen auf die Bilanzsumme machen diese Einrichtungen drei Viertel des deutschen Marktes aus. Kreditinstitute werden in der Regel ausschließlich mit der Vergabe von Fremdkapital in Verbindung gebracht. Aus rechtlicher Sicht müssen sie sich hierauf jedoch nicht beschränken, so dass auch die Vergabe von mezzaninem oder von Eigenkapital denkbar sind. So ist nicht verwunderlich, dass häufig ein großer Anteil der eigenen Börseninvestments von Kreditinstituten Aktienanlagen darstellen.

Bei nicht börsennotierten Anlagen ist jedoch die Beschränkung auf Fremdkapital typisch (Pieper 2005). Für das vergebene Kapital erhalten die Kreditinstitute hierbei einen festen oder variablen Zins. Kapitalgeber, die ausschließlich Darlehen vergeben, haben keinen Anteil am Gewinn oder der Wertentwicklung der zu finanzierenden Unternehmen. Ihr Gewinnpotenzial ist begrenzt. Daher haben sie im Vergleich zu Eigenkapitalgebern weniger Spielraum, Verluste ausfallender Engagements auszugleichen. Fremdkapitalgeber sind daher weniger an den Wertsteigerungsmöglichkeiten des Unternehmens, sondern insbesondere an der Ausprägung des Risikos interessiert (u. a. Brigham/Gapenski 1997; Schmidt/Terberger 1996). Sie sind auf die Rückzahlung eines großen Teils der vergebenen Mittel angewiesen. Daher sind sie bestrebt, Investments mit geringer Ausfallwahrscheinlichkeit auszuwählen und die Höhe der Verluste beim Eintreten eines Ausfalls zu begrenzen. Um die Gläubigerforderungen im Insolvenzfall zu befriedigen, haben Fremdkapitalgeber als Gläubiger Anspruch auf einen Quotenerlös aus der Insolvenzmasse. Dieser Erlös ist jedoch in der Regel zu gering, um die Gläubigerforderungen zu befriedigen. Viele Insolvenzverfahren werden auch mangels Masse überhaupt nicht eröffnet (Creditreform 2004). Das Ziel der Fremdkapitalgeber ist es daher, ihre Forderung weitgehend abzusichern. Ist ein Unternehmen nicht Willens oder nicht in der Lage, die beantragten Darlehen ausreichend zu besichern, nehmen Darlehensgeber von einer Vergabe Abstand oder kompensieren die höheren Ausfallrisiken mit stark erhöhten Zinssätzen.

Bei der Auswahl der Unternehmen verlassen sich die Kapitalgeber auf ihre Erfahrungen bzw. methodisch ähnlich arbeitende computergestützte Auswahlprozesse. Die

traditionelle Beurteilung der materiellen und personellen Kreditwürdigkeit, aber auch moderne Ratingsysteme basieren auf Auswertungen von Zusammenhängen zwischen Ausprägungen verschiedener Unternehmenscharakteristika und der Wahrscheinlichkeit des Ausfalls eines Unternehmens bzw. der Rückzahlung eines Darlehens (Anders/Szczesny 1996; Frankenberger 2001; Härdle et al. 2004; Lau et al. 2003; Schulz 1999; Servigny/Renault 2004). Tabelle 5 zeigt zusammenfassend die Charakterisierung von Kreditinstituten als Kapitalgeber auf.

Tabelle 5 Charakterisierung von Kreditinstituten als Kapitalgeber

<p>Investitionsfokus:</p> <ul style="list-style-type: none"> • ausschließliche Betrachtung der Risikokomponente, daher unter Beachtung der Einbeziehung von Kreditsicherheiten insbesondere risikoarme Investments (Körting 2000; Pleschak/Werner 1998) • grundsätzlich keine altersbezogenen Beschränkungen (Europäische Kommission 2000; Pieper 2005; Schneider 1989) <p>Forderung von Sicherheiten und Einflussrechten:</p> <ul style="list-style-type: none"> • hohe Sicherheitenforderungen • geringe Forderung nach Einflussrechten (Pieper 2005) <p>Vorgehen bei der Auswahl der Investmentalternativen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • standardisierter Auswahlprozess <p>Art der eingesetzten Finanzierungsinstrumente:</p> <ul style="list-style-type: none"> • vorrangig Fremdkapital, z. T. jedoch unter Beachtung von rechtlichen Beschränkungen auch Eigen- und Mezzanine Kapital (European Commission 2000; Schäfer/Gerdiken 2000) <p>Höhe und Laufzeit der Kapitalbereitstellung:</p> <ul style="list-style-type: none"> • große Breite des Leistungsspektrums hinsichtlich Höhe und Laufzeit, Mikrofinanzierungen durch Kontokorrentkredite und Förderangebote <p>Betreuungsumfang:</p> <ul style="list-style-type: none"> • in Abhängigkeit von einzelner Einrichtung und Art der Beziehung (Hausbank, Konsortialbank) existieren Unterstützungsleistungen, die jedoch gegenüber denen der KBG und Unternehmen durchschnittlich geringer ausgeprägt sind (ASU 2003; Jeng/Wells 2000; Kayser/Kokalj 2002; Paul et al. 2003; Paul et al. 2004; Schneider 1989) <p>Leistungs- und Interessentransparenz:</p> <ul style="list-style-type: none"> • durch generelle Informationszurückhaltung von Banken intransparente Leistungsprofile • Transparenz der Entscheidungskriterien abhängig von Anbieter, grundsätzliche Beurteilungskriterien sind aber bekannt (Paul et al. 2003)
--

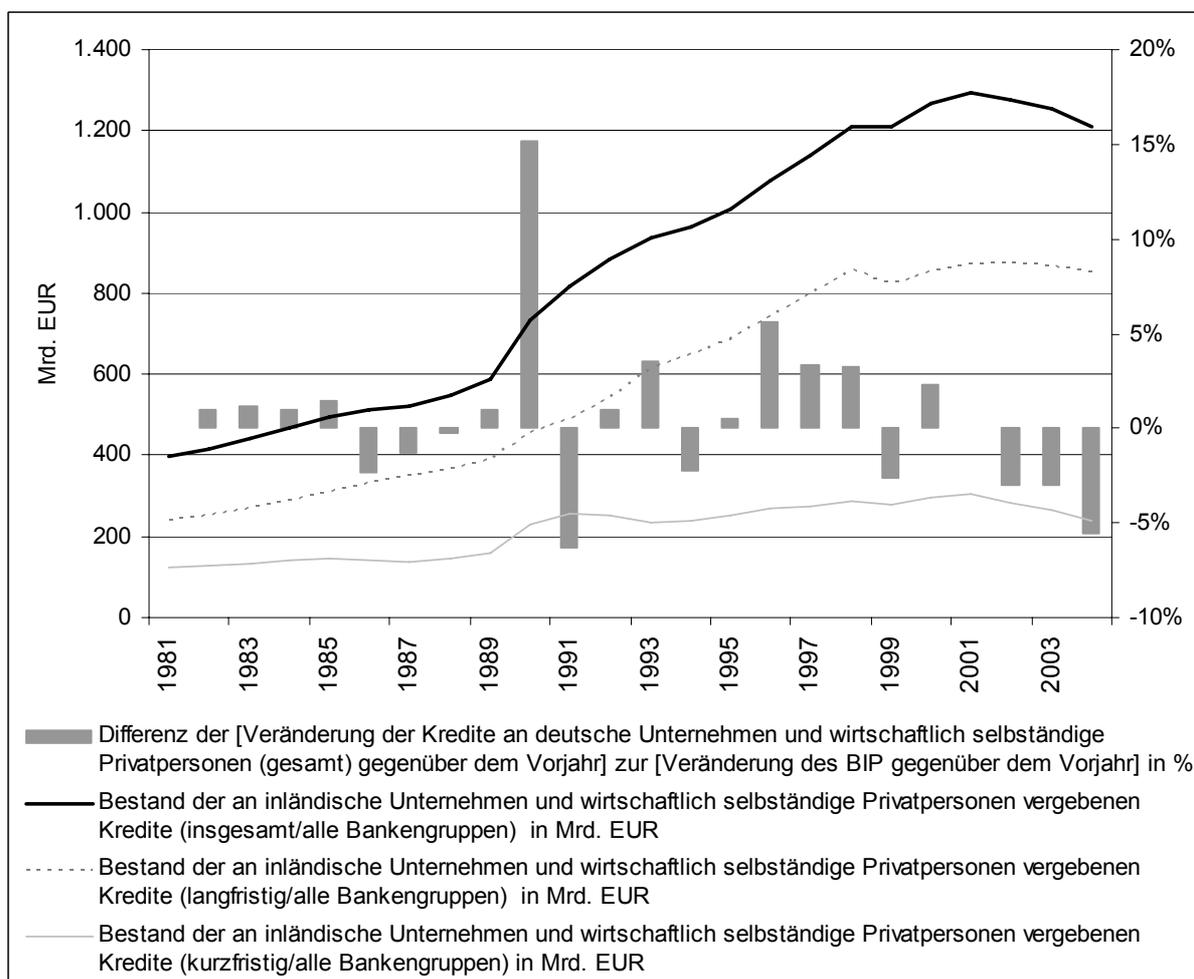
In der Vergangenheit und auch noch gegenwärtig kann das deutsche Finanzsystem als bankorientiert bezeichnet werden (u. a. Bagella/Becchetti 1997; Dietl 1998; Engerer/Schrooten 2004; Hackethal/Schmidt 2000; Higgins 1995; Kayser/Kokalj 2002; Schmidt et al. 2003; Siebert 2004). Das rührt aus der grundsätzlich großen Bedeu-

tung der Banken bei der Sicherstellung der Unternehmensfinanzierung her. Die hohe Stellung von Kreditinstituten hat seine Ursache nicht zuletzt in einer insbesondere steuerlich bevorzugten Behandlung von Fremdkapital und der im Insolvenzrecht verankerten starken Gläubigerstellung in Deutschland (Friedrichs 2001).

Der deutsche Markt der Fremdkapitalbereitstellung, insbesondere bei der Finanzierung von kleinen Unternehmen, ist zudem stark geprägt durch die Einflussnahme der öffentlichen Hand. Der Anteil der geförderten Darlehen liegt jährlich, bezogen auf das Gesamtvolumen der vergebenen Kredite, bei ca. 6 Prozent (Hommel/Schneider 2003). Für die Kreditfinanzierung der JU fällt diese Relation jedoch weitaus höher aus, da der Zugang zu gefördertem Fremdkapital für große Unternehmen eingeschränkt ist.

Es bestehen selbständige Einrichtungen, die geförderte Darlehen bereitstellen und Förderprogramme, die von existierenden Kreditinstituten genutzt werden können. Diese sollen helfen, vermeintliche Angebotsengpässe zu beseitigen. Die Aktivitäten der am Markt agierenden Förderbanken bzw. die Ausgestaltung der Förderprogramme sind insbesondere auf das Bereitstellen von zinsverbilligten Darlehen, Kreditsicherheiten und Mikrofinanzierungen ausgerichtet. Durch eine ausgeprägte Förderunterstützung waren Kreditinstitute Mitte der 80er Jahre verstärkt im JU-Bereich aktiv. Da sich die dort geschürten hohen Erwartungen nicht erfüllten, erfolgte jedoch bald ein Rückzug der Kreditinstitute aus diesem Bereich (Nathusius 2001). Auch die staatlichen Unterstützungsleistungen für JU schwenkten in diesem Zuge stärker auf Beteiligungskapitalförderung und damit die Förderung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften um.

Abbildung 4: Kapitalvergabe von Kreditinstituten in Deutschland im Zeitverlauf



Quelle: Zeitreihenstatistiken der Bundesbank und von Eurostat, eigene Berechnungen

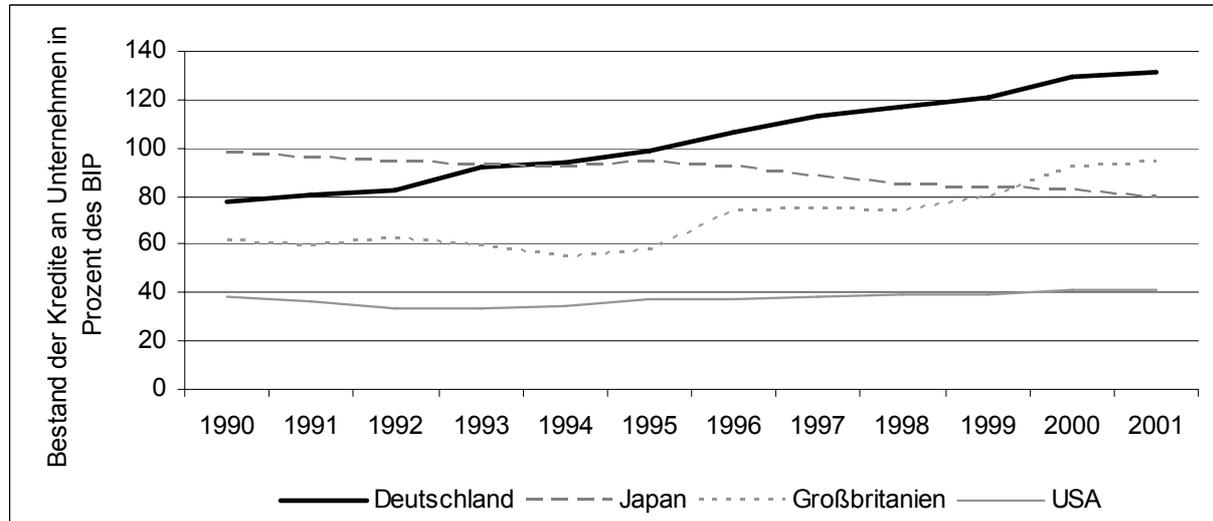
In Abbildung 4 ist dargestellt, wie sich das durch Kreditinstitute an deutsche Unternehmen vergebene Kreditvolumen im Zeitverlauf verändert hat. Angaben, die sich speziell auf die Kapitalvergabe für junge oder innovative Unternehmen beziehen, sind nicht verfügbar (European Commission 2000). Untersuchungen auf Unternehmensebene zeigen jedoch eine hohe Bedeutung von Kreditinstituten für die Finanzierung von JU auf (Kulicke 2000; Pleschak et al. 2002a). Daher ist es sinnvoll, die Gesamtmarktentwicklung zu betrachten und daraus Entwicklungen für das Kapitalangebot für die Gruppe der JU abzuleiten.

Erkennbar ist ein seit dem Jahr 2001 absolut abnehmendes Volumen. Angaben zu den jährlichen Kreditneuzusagen sind für den Gesamtmarkt nicht verfügbar (Detken 2002). Jedoch stellt der Deutsche Sparkassenverband für seine Mitgliedsunternehmen, deren Marktanteil im Bereich der Unternehmenskredite im Jahr 2003 immerhin über 40 Prozent beträgt, Angaben hierzu bereit (DSGV 2004a; DSGV 2004b). Dem-

nach werden jährlich etwa 10 Prozent des Kreditbestandes wiederum als Neuzusage bereitgestellt. Wird diese Quote für den Gesamtmarkt angewendet, ergibt dies jährliche Neuzusagen in Höhe von etwa 120 Mrd. Euro. Inwiefern diese Neuzusagen das Eingehen neuer oder die Ausweitung einzelner Kreditengagements umfassen, ist hierbei nicht ersichtlich. Bei einem großen Teil dieser Neuzusagen wird es sich lediglich um Neuvereinbarungen bzw. Verlängerungen bestehender auslaufender Kredite handeln. Der Rückgang des Gesamtbligos ist dabei das Resultat aus den die Neuzusagen überschreitenden jährlichen Kredittilgungen.

Um zu bestimmen, welche Ausprägung das finanzielle Umfeld bezüglich der Kreditvergabe in den einzelnen Jahren annimmt, sind jedoch relative Vergleiche notwendig. Eine relative Darstellung bietet beispielsweise ein Vergleich des Wachstums der Gesamtwirtschaft mit der Veränderung des ausgereichten Kreditvolumens (Paul et al. 2004). Hierbei ist erkennbar, dass in den Jahren 1991, 1999 sowie ab 2002 das Wachstum des Kreditvolumens kleiner bzw. der Rückgang größer war als die jeweilige Änderung des BIP. In diesen Phasen kann geschlussfolgert werden, dass den Unternehmen die Aufnahme von Krediten besonders schwer fällt.

Abbildung 5: Kapitalvergabe von Kreditinstituten im zeitlichen und internationalen Vergleich

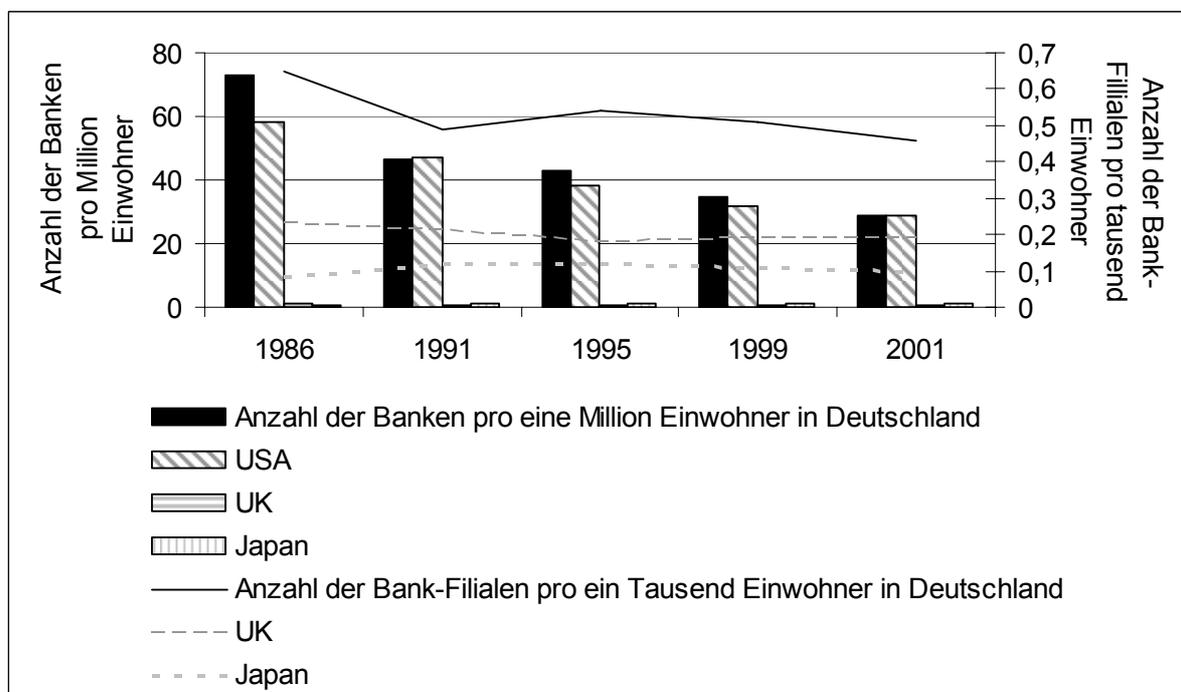


Quelle: Siebert (2004)

Eine weitere Bewertung des Kreditfinanzierungsumfeldes ist möglich, wenn die Kreditvergabe in Deutschland im Vergleich zu anderen Ländern dargestellt wird (vgl. Abbildung 5). Hierbei zeigt sich, dass in Deutschland ein Großteil der externen Finanzierung durch Banken bereitgestellt wird. Auch ein zeitlicher und internationaler Vergleich anhand der Anzahl der jeweiligen Kreditinstitute sowie Filialen ermöglicht einen Einblick in das kreditbezogene Finanzierungsumfeld. Nicht überraschend ü-

bernimmt hier wiederum Deutschland die Führungsposition, auch wenn der jeweilige Abstand im Zeitverlauf deutlich abnimmt (vgl. Abbildung 6).

Abbildung 6: Anzahl der Kreditinstitute und Filialen im zeitlichen und internationalen Vergleich



Quelle: Koetter et al. (2004)

Für die Aktivitäten der Kreditinstitute werden von verschiedenen Autoren diverse *Entwicklungstendenzen* ausgemacht, welche bislang aber auch mittelfristig die Finanzierung der JU entscheidend beeinflussen. Im Folgenden werden diese ausführlicher beschrieben.

- Neue europäische Richtlinien (**Basel II**) fordern von Banken eine strengere Risikobemessung und höhere Eigenkapitalunterlegung von identifizierten Kreditrisiken. In die Risikobemessung sollen zukünftig noch mehr als in den zurückliegenden Jahren weiche Faktoren, wie die Ausprägung der Managementfähigkeiten, Berücksichtigung finden. Auch soll sie stärker zukunfts- als vergangenheitsorientiert erfolgen (Schmidt 2001). Das bedingt eine größere Offenheit der Unternehmen zur transparenten Darstellung ihrer wirtschaftlichen Lage (Achleitner/Poeh 2004; Frankenberger 2001; Hommel/Schneider 2003; Paffenholz 2002; Rodenstock 2001). Eine Wirkung der neuen Richtlinie ist die Forderung nach einer risiko- adäquateren Verzinsung von Darlehen (Kayser/Kokalj 2002; Paffenholz 2002). Zudem werden von den Kreditinstituten durchschnittlich kürzere Zinsbindungen angestrebt, um die Zinshöhe laufend den Bonitätsänderungen ihrer Kunden anpassen zu können (o.V. 2004a). Die umfassendere Betrachtung von Kreditrisiken wird daher auch zu einer pro-zyklischeren Ausrichtung der Kreditvergabe führen

(Hommel/Schneider 2003). Eine andere Folge ist der **stärkere Einbezug von Portfolioüberlegungen** (Dietrich/Krcmar 1999; Guthoff et al. 1999). Kreditentscheidungen werden zukünftig weniger als bisher allein aus deren Einzelrisiko sondern verstärkt im Zusammenhang mit dem gegebenen Portfoliorisiko getroffen. Für Kreditvergaben mit Umfängen von unter einer Million Euro existieren bezüglich der Anwendung der Basel II-Richtlinien erhebliche Erleichterungen. Für JU bietet letzteres und einige der zuvor genannten Sachverhalte **Chancen eines besseren Zugangs** zum von Kreditinstituten bereitgestellten Fremdkapital (Europäische Kommission 2000; KfW 2006; Naser 2001). Generell sind die aufgezeigten Anpassungen jedoch nicht auf die neuen Richtlinien allein zurückzuführen. Vielmehr vollzieht Basel II Entwicklungen nach, welche die Banken ohnehin seit längerem eingeschlagen haben (Guthoff et al. 1999; Kayser/Kokalj 2002). Die verbindlichen Richtlinien sichern jedoch die rechtliche Verbindlichkeit und einheitliche Umsetzung der notwendigen Änderungen.

- Verbunden mit dem stärkeren Erfordernis zur Eigenkapitalunterlegung ist zudem, dass die Kreditinstitute ihre Eigenkapitalausstattung ausweiten müssen. Bereits im Vorgriff auf die endgültige Umsetzung der neuen Richtlinien haben viele Kreditinstitute dies schon getan (Engerer/Schrooten 2004). Um das neue Eigenkapital einzuwerben, müssen sie jedoch profitabel sein. Der **Druck zu einer stärkeren Shareholder Value Orientierung wächst** (Europäische Kommission 2000; Kayser/Kokalj 2002; Paul et al. 2004). Die Kreditinstitute versuchen dabei einerseits, ihre Kreditmargen durchschnittlich anzuheben und andererseits, teilweise das vergleichsweise risikoreiche und ertragsschwache Kreditgeschäft durch weniger risikobehaftete und potenziell margenstärkere eigene Börsenanlagen, sowie durch eine Ausweitung des Provisionsgeschäftes zu ersetzen (Frankenberger 2001; Hommel/Schneider 2003; Koetter et al. 2004; Rodenstock 2001; Schmidt 2001; Wiesheu 2001). Dies ist ein Grund für die Minderung des Umfangs des von Kreditinstituten bereitgestellten Fremdkapitalangebots, von dem auch die JU betroffen sind.
- Einige deutsche Kreditinstitute, insbesondere die Großbanken, sind im internationalen Vergleich durch eine ausgesprochene Ertragsschwäche geprägt (Afhüppe et al. 2003; Engerer/Schrooten 2004; Hommel/Schneider 2003; Hoppenstedt 2004; Koetter et al. 2004; Naser 2001; Paffenholz 2002; Paul et al. 2004). Verbunden damit sind u. a. niedrige Bewertungen der börsennotierten Kreditinstitute. Zunehmende Forderungen der Anteilseigner nach einer **Ertragssteigerung** führen zu nationalen Fusionen sowie internationalen Übernahmen, zum Umbau innerhalb der Banken, zur drastischen Kosteneinsparung durch Reduzierung der Filialen und des Personals und zu einer stärkeren Fokussierung und Spezialisierung (Heumann 2004; Hommel/Schneider 2003; Kayser/Kokalj 2002; Koetter et al. 2004; Paul et al. 2004; Siebert 2004; Wiesheu 2001). Verbunden mit der Spezialisierung ist auch, dass neben oder unter den sich zukünftig ausbildenden Finanz-Supermärkten viele Nischenanbieter in lokalen Märkten agieren, welche jedoch nur geringe Marktanteile aufweisen (Afhüppe et al. 2003; Europäische Kommissi-

on 2000). Die zu erwartende **Spezialisierung** geht dabei gerade für JU mit dem Vorteil einher, dass das Know-how der Banken steigt und sich dadurch die Zugangsmöglichkeit und die Betreuungsleistungen verbessern (Guthoff et al. 1999; Paul et al. 2003).

- Für einige deutsche Großbanken wird behauptet, dass diese sich gänzlich aus der Finanzierung von KMU zurückziehen (Engerer/Schrooten 2004; Naser 2001; Paffenholz 2002). Generell bestehen hier jedoch unterschiedliche Strategien. So kündigte die Commerzbank an, den Rückzug aus der Fläche nicht fortzuführen und statt dessen, wieder verstärkt Filialen in kleineren Städten zu unterhalten und ihre Betreuungsleistungen vor Ort zu verstärken (Commerzbank 2005b). Für diejenigen Kreditinstitute, die im Zusammenhang mit fortschreitenden Kosteneinsparungen ihr Filialnetz weiter verkleinern, bedeutet dies, dass der Kontakt zu ihren Kunden loser wird als zuvor (Hommel/Schneider 2003; Rodenstock 2001). Das Hausbankenprinzip wird so aufgeweicht. Damit verbunden sind zunehmende Informationsasymmetrien, was zu Kostensteigerungen und verschlechtertem Kapitalzugang für die JU führt. Auch im Fall, wenn deutsche Kreditinstitute von internationalen Banken übernommen werden, wird eine Reduzierung der Kreditvergabe in Deutschland befürchtet (Afhüppe et al. 2003).
- Neben den für sämtliche Kreditinstitutgruppen geltenden Entwicklungstendenzen existieren jedoch auch spezifische Änderungen. Dies gilt insbesondere für die spezielle Kreditinstitutgruppe der **Sparkassen**, die bislang den größten Anteil bei der Kreditfinanzierung von JU und KMU auf sich vereinigten und diesen in den vergangenen Jahren durch die absolute Ausweitung des Kreditgeschäftes sogar ausbauten (Engerer/Schrooten 2004). Anfang der 90er Jahre zählten die deutschen Sparkassen 35 Prozent aller Existenzgründer zu ihren Kunden (Berndt et al. 1994). Nach Naser (2001) waren es einige Jahre später bereits 50 Prozent. Neben den allgemeinen Entwicklungen, wie der Forderung nach stärkerer Gewinnerzielung und dem durch Fusionen bedingten Rückzug aus der Fläche kommt hinzu, dass die Sparkassen zu weiten Teilen ihre Förderorientierung aufgeben (Engerer/Schrooten 2004; Klein 2003). Bedingt durch die durch EU-Vorschriften verordnete Abschaffung der Gewährträgerhaftung wird auch die Abschottung der Sparkassen gegenüber dem privaten Bankenmarkt zunehmend aufgeweicht (Afhüppe et al. 2003; Engerer/Schrooten 2004; Hoppenstedt 2005). Dies kann zur Folge haben, dass langfristig die klassische Dreiteilung des deutschen Kreditinstitutsmarktes verloren geht und das von Sparkassen bereitgestellte Kreditangebot abnimmt. Da nicht zu erwarten ist, dass andere Institutgruppen diesen Rückgang auffangen, kann sich auch daraus das insgesamt von Kreditinstituten bereitgestellte Kapital vermindern (Paul et al. 2003; Paul et al. 2004).
- Eine andere relevante Entwicklung stellt dar, dass eine größere Anzahl von **Unternehmen ihre Kredite zunehmend selbst verbriefen und sie als Anleihen an Direktanleger ausgeben** (Burgmaier 2004; Deutsche Bundesbank 2004; Effenberger 2003; Gerke/Pfeufer 1995; Kayser/Kokalj 2002; Krahen 1998; Paul 2004; Rodenstock 2001; Siebert 2004). Die Unternehmen erhoffen sich dadurch insbe-

sondere einen breiteren und kostengünstigeren Kapitalzugang. Ermöglicht wird dies u. a. durch die technischen Entwicklungen im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie. Zudem führt die Integration der europäischen Kapitalmärkte zu einer stärkeren Marktliquidität. Auch lässt der zunehmende internationale Wettbewerbsdruck unter den Emissionsbanken, Börsen und vorbörslichen Handelsplattformen die Preise für Kapitalmarkttransaktionen sowie die Anforderungen an die Mindest-Losgrößen sinken (Kayser/Kokalj 2002).

- Die direkte Kapitalaufnahme geht dabei jedoch auch einher mit der Preisgabe des bisherigen Vorteils des Informationsvorsprungs der Kreditinstitute. Dies kann die Kapitalaufnahme der Unternehmen erschweren und verteuern, die erhofften Effekte langfristig also konterkarieren (Rajan 1999). Für Banken ist mit der sog. **Disintermediation** verbunden, dass sie ihre Rolle als Kapitalsammelstelle und die damit verbundenen Funktionen für diese Unternehmen verlieren. Sie übernehmen stattdessen die Rolle des Direktvermittlers, d. h. sie organisieren die Ausgabe der Anleihen für die Unternehmen, übernehmen jedoch kein eigenes Risiko. Eine Ausnahme hiervon besteht, wenn Kreditinstitute eine "standby-Funktion" ausüben, also lediglich eine Überbrückungsfinanzierung anbieten oder bei geringem Erfolg des Anleihenverkaufs als "Notkäufer" einspringen (Rose 1999). Es kann vermutet werden, dass durch die Disintermediation der Wettbewerb um die Finanzierung von Unternehmen zunimmt. Die Gewinnmargen von Banken würden dadurch sinken, ihr Risikopolster abnehmen und die Refinanzierungskosten für die Unternehmen, die weiterhin Darlehen von Banken beziehen, steigen.
- Grundsätzlich wird die Tendenz zur Disintermediation jedoch die bisherige Funktion der Banken nicht obsolet machen (Monnet/Quintin 2005; Paffenholz 2002). Für viele Unternehmen ist die Direktaufnahme von Kapital nicht vorteilhaft (Burgmaier 2004; Kayser/Kokalj 2002; Krahen 1998). Ein Großteil der Unternehmen wird daher weiterhin klassische Darlehen von Banken beziehen (IfM 2003; Paul et al. 2003; Rodenstock 2001; Schmidt 2001). Zudem bilden die Kreditinstitute zunehmend **kundenspezifische Lösungen** aus, mit denen sie den Unternehmen Angebote zu geringeren Kosten aber auch zusätzliche Vorteile bieten können. So entstehen einerseits noch stärker standardisierte Angebote, mit denen die Kreditinstitute ihre Bearbeitungskosten senken können (Europäische Kommission 2000; Wiesheu 2001). Insbesondere JU mit geringem Kapitalbedarf profitieren hiervon, da die zunehmende Standardisierung zunehmend mehr Kreditvergaben mit geringem Mittelvolumen ermöglicht (Hipp 2001; Struck 2003). Andererseits weichen die bislang recht starren Finanzierungsangebote der Banken in Teilbereichen individuellen Finanzierungslösungen (Asche 2003a; Europäische Kommission 2000; Hellmann et al. 2004; Struck 2003). Einige Banken setzen bei der Unternehmensfinanzierung zunehmend auch **Mezzanine Kapital** ein (Commerzbank 2005b; European Commission 2000). Hierdurch ermöglichen sie es den Forderungen der Kunden nach einer individuellen Finanzierung nachzukommen. Gleichzeitig erreichen sie ausgewogenere Chance-Risiko-Profile ihrer Investments (Burgmaier 2004; KfW 2004a; o.V. 2004b). Jedoch gilt dies nicht für alle Kreditinstitute. Ver-

bunden mit der Basel II - Forderung nach einer überdurchschnittlich höheren Eigenkapitalunterlegung von Eigenkapitalinvestments haben sich einige Institute entschlossen, die Vergabe von Eigenkapital an nicht börsennotierte Unternehmen zukünftig zu unterlassen (Asche 2004b; Kamp/Losse 2004). Verschiedene Kreditinstitute gehen darüber hinaus dazu über, ihre Betreuungsleistungen auszuweiten und ihre Prozesse und Organisationsstrukturen kundenspezifischer auszugestalten (Boot/Thakor 2006; Commerzbank 2005a; Europäische Kommission 2000). Der damit verbundene ausdifferenzierte Kompetenzaufbau kann den Zugang der JU zu Bankfinanzierungen erheblich verbessern.

- Es besteht ein weiterer Grund für die Annahme, dass Kreditinstitute auch zukünftig in bedeutendem Umfang Kapital bereitstellen werden. Kreditinstitute besitzen zunehmend die Möglichkeit und wenden diese auch an, ihre Darlehensforderungen zu verbrieften und an Dritte als so genannte **Asset Backed Securities (ABS)** zu verkaufen (Effenberger 2003; Paul 2004; Volmer 2003). Banken können ihr Anlageportfolio damit stärker diversifizieren. Das ermöglicht eine zunehmende **Spezialisierung** der Kreditinstitute (Guthoff et al. 1999). Mit ABS verbunden ist eine in Teilaspekten zunehmende Kosten- und Risikoeffizienz. Beim Neugeschäft werden Portfoliobetrachtungen hinsichtlich der Rendite-Risiko-Relationen der Investments, strategische Überlegungen verdrängen (Guthoff et al. 1999). Zudem ist eine Separation von früher als untrennbar empfundenen Bankfunktionen zu erwarten (Guthoff et al. 1999). Durch die ABS besteht auch die Möglichkeit stärker als früher **exklusive Finanzierungen** zu tätigen. Da das Unternehmen dabei nur durch eine einzige Bank finanziert wird, kann dies die Kosten der Kapitalaufnahme senken. Jedoch müssen bestimmte Bedingungen erfüllt sein, wie z. B. die Transparenz der Kreditentscheidung, damit die Kunden die Abhängigkeit von nur einer Bank akzeptieren. Doberanzke (1993) diskutiert die Vor- und Nachteile sowie die Voraussetzungen exklusiver Bankfinanzierungen ausführlich. Ausgehend von der zunehmenden Verbreitung von ABS ergeben sich auch Änderungen für das Rating von Unternehmen sowie die Entwicklung anderer Finanzinnovationen, wie z. B. Kreditderivaten oder Kreditversicherungen (Effenberger 2003).
- In einigen Studien wird beschrieben, dass die Kreditinstitute aus Risikogründen insbesondere ihre Aktivitäten bei der Gründungsfinanzierung einschränken (z. B. Kamp/Losse 2004). Dabei stehen neben den möglichen Verlustgefahren auch negative Imagewirkungen im Blickpunkt (Schneider 1989). Dies führt grundsätzlich jedoch **nicht** dazu, dass **die Gruppe der JU von der Aufnahme von Fremdkapital ausgeschlossen** ist. Gerade regional orientierte Einrichtungen sind daran interessiert, den Bestand an regionalen Unternehmen nicht kleiner werden zu lassen. Die Finanzierung von Gründungen verbessert die Diversifizierung des Kreditportfolios und sichert einen Ausgleich zum Wegfall anderer Kunden. Erfolgreiche Gründungen rufen zudem positive gesamtwirtschaftliche Wirkungen, z. B. hinsichtlich der Beschäftigung hervor. Deren Stabilität sichert darüber hinaus auch das Geschäft der Banken in anderen Bereichen. Hierzu zählt u. a. das Anlagegeschäft, die Immobilienvermittlung und die Vergabe von Darlehen an Privatpersonen. Die

Betrachtung der mit Gründungen verbundenen Chancen und Risiken für die Banken erfordert demnach auch zukünftig eine über die reine Kreditvergabe hinausgehende Würdigung (Europäische Kommission 2000; Evelo/Schilling 2001; Kuhlbrodt 2003; Naser 2001; Nathusius 2001; Paul et al. 2003; Schäfer/Gerdiken 2000; Schneider 1989; Stoy 2001).

In welche Richtung sich der Umfang der von den Banken bereitgestellten Kreditfinanzierung zukünftig insgesamt bewegt, ist nicht eindeutig. In naher Vergangenheit durchgeführte Studien zeigen hier unterschiedliche Ergebnisse (ASU 2003; u. a. Deutsche Bundesbank 2003; Hommel/Schneider 2003; IfM 2003; Kayser/Kokalj 2002; KfW 2002; KfW 2003b; KfW 2004b; KfW 2005a; KfW 2005b; Kunkel 2005; Paul et al. 2003; Paul et al. 2004; Schmidt/Tyrell 2003). Zwar kommen sie überwiegend zur Aussage, dass sich der Kreditzugang der Unternehmen in den vergangenen Jahren verschlechtert hat. Dazu führten vornehmlich die Unsicherheiten im Zuge der Umsetzung der Basel-II-Richtlinien und eine vorübergehende Risikozurückhaltung durch hohe Kreditausfälle in der Vergangenheit (Paul et al. 2004; Voigt 2002). Daneben wird langfristig ein grundsätzlicher Umbruch des deutschen Finanzierungs-systems von einem Bank- zu einem Kapitalmarkt-orientierten System angelsächsischer Prägung erwartet (Schmidt/Tyrell 2003). Dennoch werden die Kreditinstitute mittelfristig ihre große Bedeutung bei der Finanzierung deutscher Unternehmen behalten. Kurzfristig kann sogar davon ausgegangen werden, dass sich nach Abschluss der gegenwärtigen Konsolidierungswelle und einer Stabilisierung der Kreditausfälle sowie der Umsetzung und Etablierung der Basel-II-Richtlinien die Kreditvergabepolitik der Banken zu Gunsten der Unternehmen wieder entspannt (Engerer/Schrooten 2004; KfW 2005a; Paul et al. 2004).

3.4 Beteiligungsgesellschaften

Kapitalbeteiligungsgesellschaften (KBG) sind Unternehmen, die ihnen von anderen Kapitalgebern bereitgestellte finanzielle Mittel in nicht börsennotierten Unternehmen investieren. Gemäß ihrer Bezeichnung erfolgt die Kapitalvergabe dabei insbesondere durch offene oder stille "Beteiligungen". Innerhalb der Gruppe herrscht dabei hinsichtlich des Investmentverhaltens eine große Vielfalt (u. a. Stummer/Nolte 2000). Vorrangig konzentrieren sich Beteiligungsgesellschaften jedoch auf Unternehmen, die hohe Kapitalbedarfe mit hohen Renditechancen kombinieren. Der dadurch entstehende enge Investmentfokus hat zur Folge, dass in Deutschland nicht einmal ein halbes Prozent aller Gründungen bzw. zwei Prozent aller Gründungen in technologieintensiven Wirtschaftszweigen Beteiligungskapital erhält (vgl. Abbildung 7 sowie Engel (2001). Gerade für die Gruppe der wachstumsstarken JU und dementsprechend für das Entstehen neuer Wirtschaftszweige ist dieser Kapitalgebertyp dennoch

sehr bedeutsam. Beispielsweise wäre die positive Entwicklung der deutschen Biotechnologie-Industrie ohne die Möglichkeit Venture Capital aufzunehmen, nicht möglich gewesen. Immerhin 15 Prozent der zwischen 1995 und 1999 gegründeten Biotechnologieunternehmen nahmen Beteiligungskapital auf (Champenois et al. 2004). Diese Unternehmen sind durch hohe Kapitalbedarfe und hohe Wachstumserwartungen gekennzeichnet. Eine ähnlich hohe Bedeutung der KBG lässt sich für die Entwicklung deutscher e-commerce-Unternehmen konstatieren (Krafft 2006). Die Charakterisierung von KBG als Kapitalgeber für JU ist zusammenfassend in Tabelle 6 dargestellt.

Tabelle 6 Charakterisierung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften als Kapitalgeber

Investitionsfokus:

- Investitionsfokus unterscheidet sich je nach Beteiligungsgesellschaftstyp deutlich (Amador 1999; Bascha/Walz 2000; Papa/Beyer 2001; Schefczyk 1998; Schertler 2004; Tykvova 2004; Wupperfeld 1995)
- größere Beteiligungsvolumina erwünscht, um die anfallenden Such- und Monitoring-Kosten zu decken (u. a. Mardsen Jacob Council 1995)
- Möglichkeit zur Teilnahme an Unternehmenswertsteigerung, d. h. Betrachtung des Gesamtzahlungsstroms (Papa/Beyer 2001), bei Förderorientierung dagegen vorrangig Betrachtung der Risiken (Gerybadze/Müller 1990)
- Hohe Renditeforderungen rein renditeorientierter KBG, geringere Forderungen strategisch und förderorientierter KBG (Feinendegen et al. 2001; KfW 2003a)
- Wegen hoher Renditeforderung bei Frühphasenfinanzierung Konzentration auf innovative Unternehmen (Engel/Keilbach 2002; Hellmann/Puri 1998)
- Mehrzahl engagiert sich nicht in frühesten Phasen (Osnabrugge 1998; Tykvova 2003a)

Forderung von Sicherheiten und Einflussrechten:

- Forderung umfangreicher Mitspracherechte (Feinendegen et al. 2001; Posner 1996; Rudolf/Witt 2002; Stummer 2002), bei Förderorientierung geringe Einflussforderung
- Mehrheitlich Eingehen von Minderheitsbeteiligungen (Segal 1995)
- Kaum Forderung von Sicherheiten (Pleschak et al. 2002b)

Vorgehen bei der Auswahl der Investmentalternativen:

- Professioneller, standardisierter Auswahlprozess unter umfangreicher Berücksichtigung des Faktors Humankapital (Feinendegen et al. 2001; Schefczyk 1998; Smart 1998; Stummer 2002; Wright/Robbie 1998; Wupperfeld 1995) wobei abhängig von der einzelnen Einrichtung deutliche Unterschiede bestehen (Jugel 2001; Pichotta 1990; Weber/Dierkes 2002)

Art der eingesetzten Finanzierungsinstrumente:

- ohne Einschränkung, in der Regel aber in Verbindung mit Eigenkapitalvergabe (Wupperfeld 1995)
- in Abhängigkeit vom Auftreten von Informations- und Anreizproblemen bewusster Einsatz von Mezzanine Kapital (Bascha/Walz 2002; Bell 2001)

Höhe und Laufzeit der Kapitalbereitstellung:

- in der Regel stufenweise Kapitalbereitstellung nach Meilensteinen sowie Engagement in mehreren Finanzierungsrunden (Wright/Robbie 1998; Wupperfeld 1995), Potenz zur Folgefinanzierung jedoch abhängig von der Art und Größe der KBG (Jugel 2001)
- in Abhängigkeit von einzelner Einrichtung sehr unterschiedliche Höhe, jedoch existieren kaum Anbieter, deren Kapitalvergabe 100 TEUR unterschreitet (Feinendegen et al. 2001; KfW 2003a; Wupperfeld 1995)
- Laufzeit in Abhängigkeit von einzelner Einrichtung sehr verschieden (Stolpe 2003b; Tykvova 2003b; Wupperfeld 1995), Möglichkeit kurz- bis mittelfristiger Rückflüsse (2-7 Jahre) über Rückführung oder Verkauf der Anteile, bei Förderorientierung langfristige Rückführung angestrebt (Feinendegen et al. 2001)

Betreuungsumfang:

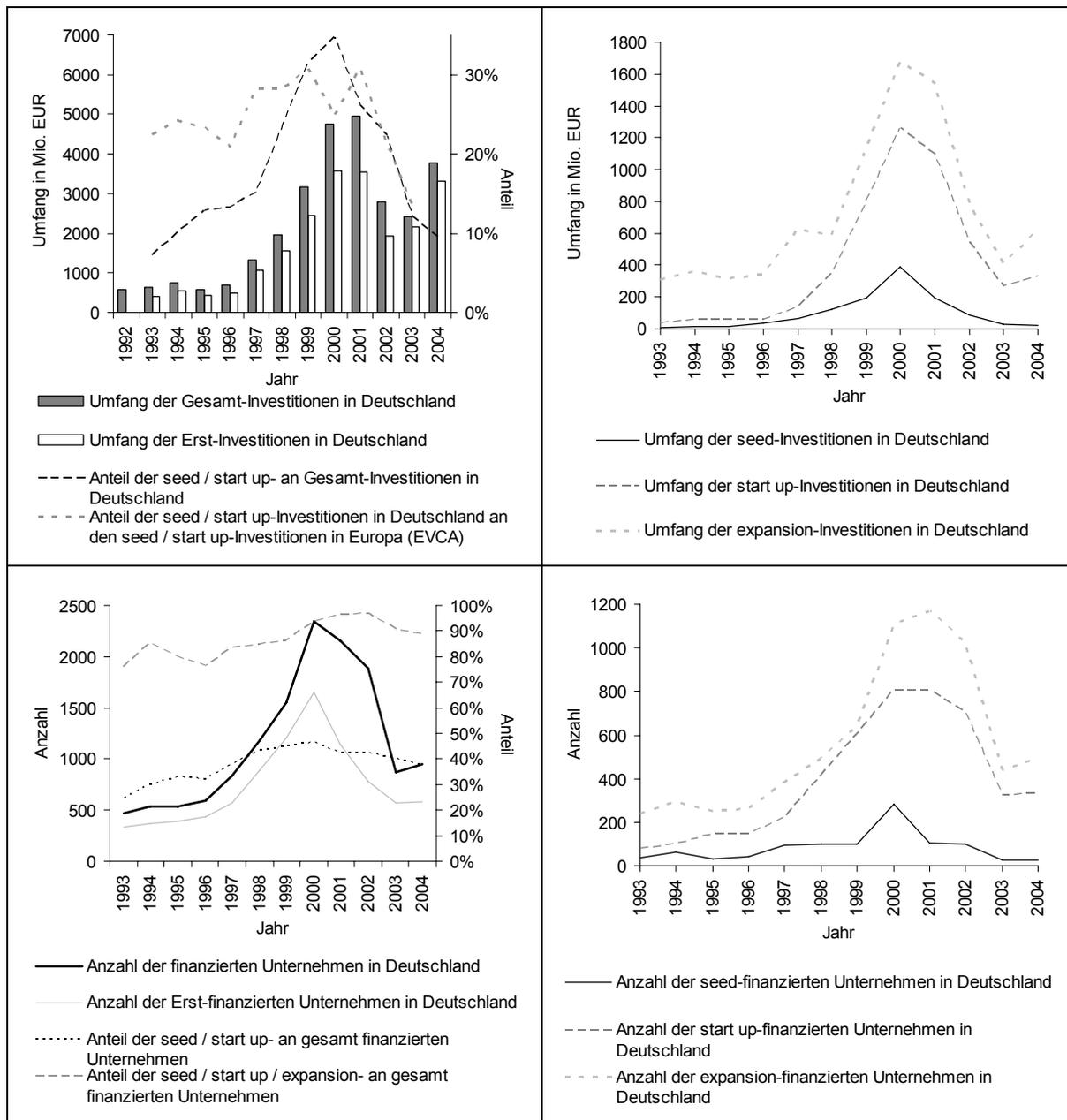
- in Abhängigkeit von einzelner Einrichtung zum Teil umfangreiche Unterstützungsleistungen durch Betreuung und Netzwerkzugang (Engel 2002b; Feinendegen et al. 2001; Gorman/Sahlman 1989; Hale/Hackbert 1998; Jugel 2001; Kannianen/Keuschnigg 2001; Kulicke/Wupperfeld 1996; Lüdke/Hülsbömer 2002; Mackewicz und Partner 1997; Posner 1996; Rindermann 2004; Rudolf/Witt 2002; Schefczyk 1998; Segal 1995; Stummer 2002; Tykvova 2004; Weber/Dierkes 2002; Weber 2001; Wupperfeld 1995), insbesondere hohe Unterstützung beim Finden weiterer Finanziers und von Personal sowie beim Organisationsaufbau (Maula et al. 2005)
- Betreuung und Einflussnahme nehmen mit Investmentrisiko zu (Baker/Gompers 1999)

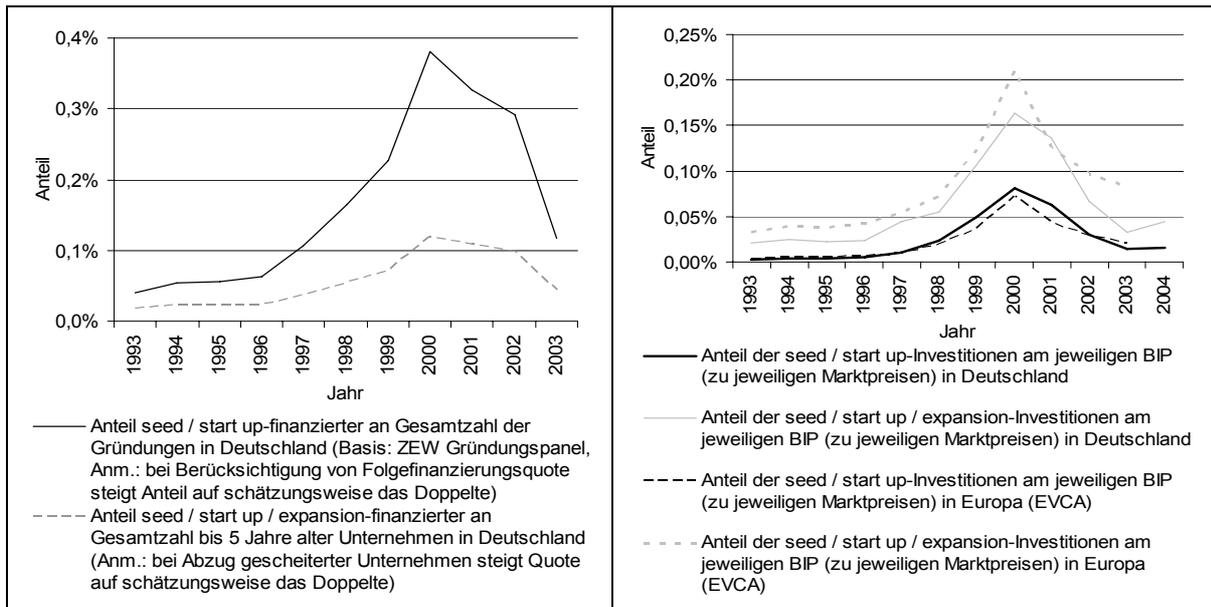
Leistungs- und Interessentransparenz:

- durch Broschüren, Internetangebote und Möglichkeit der Befragung bereits finanzierter Unternehmen weitgehend transparent (EVCA 2003c), jedoch ist Leistung abhängig von einzelnen Beteiligungsmanagern
- Berechenbarkeit und Kontinuität bei rein renditeorientierten und förderorientierten KBG größer als bei strategisch orientierten KBG

Für die Darstellung eines Überblicks über die Aktivitäten der Beteiligungsgesellschaften in Deutschland liegen zahl- und umfangreiche Datenquellen vor. Hierzu gehören insbesondere die Jahresberichte des deutschen und des europäischen Verbandes für Beteiligungskapitalgesellschaften (BVK, EVCA). Darüber hinaus existieren zahlreiche Einzeluntersuchungen, die den Beteiligungskapitalmarkt näher beschreiben (u. a. Heitzer 2000; KfW 2003a; Kulicke 1999; Schertler 2001; Segal 1995; Weber/Dierkes 2002). Für den zeitlichen Vergleich interessant sind Panelanalysen, wie die Datenbasis von Thomson Venture Economics, das gemeinsame VC-Panel der VDI nachrichten und der Unternehmensberatung Mackewicz & Partner, der Private Equity Survey der Unternehmensberatung Deloitte & Touche sowie ein gemeinsames VC-Panel von KfW und BVK. In Abbildung 7 und Tabelle 7 sind Daten zur Beschreibung des Marktes dargestellt.

Abbildung 7: Beschreibung des deutschen institutionellen Beteiligungskapitalmarktes im Zeitverlauf





Quellen: BVK-Jahresstatistiken, EVCA-yearbooks, Eurostat-yearbooks, ZEW-Gründungs-Panel, eigene Berechnungen

Unabhängig davon, welche Maßzahl herangezogen wird, verdeutlicht Abbildung 7 ein deutliches Ansteigen des deutschen Beteiligungskapitalmarktes seit Beginn der 1990er Jahre bis hin zum Jahr 2000. Der Abfall nach diesem Höhepunkt war unterdessen nicht minder drastisch. Bezogen auf den Durchschnitt des über die betrachteten Jahre bereitgestellten Kapitals und der finanzierten Unternehmen war die Versorgung der Unternehmen mit Beteiligungskapital zwischen den Jahren 1999 und 2002 über-, in den übrigen Jahren unterdurchschnittlich. Für den gleichen Zeitraum gilt das für die Beteiligungskapitalmärkte in anderen Ländern.

Auch wenn die Entwicklung der Beteiligungskapitalmärkte international vergleichbar verlief, so ist zur Bestimmung des Kapitalmarktumfeldes für deutsche Unternehmen ein internationaler Vergleich sinnvoll. Es zeigt sich, dass über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg die am BIP relativierte Versorgung mit Beteiligungskapital für deutsche JU in den frühesten Entwicklungsphasen (seed, start up) nicht schlechter war als im europäischen Durchschnitt. Bezogen auf die Expansionsphase ergibt sich jedoch ein anderes Bild. Hier hinkt Deutschland dem europäischen Durchschnitt mit Ausnahme des Jahres 2001 konstant und deutlich hinterher. Auch beim Vergleich des deutschen Beteiligungskapitalmarktes mit dem anderer führender Industrienationen, zeigt sich, dass in Deutschland, bezogen auf die Wirtschaftsleistung, vergleichsweise wenig Beteiligungskapital bereitgestellt wird. So wurden in den USA im Jahr 1999 relativiert am BIP fast das Vierfache und 2001 immerhin noch fast das Zweifache an Beteiligungskapital bereitgestellt. In Großbritannien war es 1999 über das Fünffache, 2001 noch das Zweifache und 2003 wieder das Siebenfache. Dem gegenüber betrug die Beteiligungsvergabe in Japan im Vergleich zu Deutschland

1999 nur ein Drittel und 2001 nur ein Fünftel. Ein eindeutiges Urteil über das Beteiligungskapitalumfeld in Deutschland lässt sich aus dem internationalen Vergleich daher nicht bilden.

Bei der zeitlichen Betrachtung der Aktivitäten deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften in Tabelle 7 zeichnet sich einmal mehr das deutliche Ansteigen und Abfallen des Beteiligungsmarktes vor und nach dem Jahr 2000 ab. Darüber hinaus lässt sich erkennen, dass das Finanzierungspotenzial, gemessen am Fondsvolumen, im Zeitablauf nicht kleiner geworden ist. Nur werden die Mittel anders verteilt und fließen insbesondere in den buy-out/-in-Bereich. Es ist zudem ersichtlich, dass sich die Herkunft der Mittel sowie der sektorale und geografische Investitionsfokus deutlich ändern. Dies steht generell nicht mit dem Auf und Ab des Marktes in Zusammenhang.

Tabelle 7: Merkmale des deutschen institutionellen Beteiligungskapitalmarkts in den Jahren 1996, 2000 und 2004⁷

Kriterium/Jahr	1996	2000	2004
Anzahl der aktiven Beteiligungsgesellschaften	104	229	170
Anzahl der Mitarbeiter / Professionals von im BVK organisierten Gesellschaften	617 / 375	1.840 / 1255	1.490 / 914
Fondsvolumen in Mio. EUR	5.047	20.126	45.034
neu angeworbenes Fondsvolumen für early stage Bereich in Mio. EUR	k. A.	2.081	209
Gesamtportfolio:			
• Kapital in Mio. EUR	3.390	11.479	20.265
• Anzahl der Beteiligungen/Unternehmen	3.320 / k. A.	8.022 / 5.768	k. A. / 5.563
sektorale Herkunft des Kapitals:			
• Kreditinstitute	59%	28%	20%
• Versicherungen / Pensionsfonds	19%	22%	31%
• Industrie	9%	9%	2%
• Private Anleger	4%	11%	4%
• Staat	7%	16%	16%
• Sonstige	3%	13%	27%

⁷ Sofern nicht anders vermerkt, beziehen sich die Werte auf die Angaben des BVK zum Gesamtmarkt. 1996 betrifft dies 104 KBG, davon waren 84 Mitglied im BVK. Im Jahr 2000 waren von den insgesamt 229 KBG 182 im BVK organisiert. 2004 waren es 150 von 170 KBG.

Kriterium/Jahr	1996	2000	2004
davon aus dem Inland	71%	79%	81%
Anzahl der Eigenkapital nachfragenden Unternehmen	k. A.	74.000	32.700
Anteile der drei Branchen mit höchsten Investments an Gesamtinvestitionen	Maschinenbau, Handel (je 9%), Biotechnologie (7%)	Computer-Software (20%), Kommunikationstechnik (12%), Biotechnologie (11%)	sonstige Dienstleistungen (18%), Konsumgüter (11%), Medizin-Health Care (10%)
Anteile der drei Branchen mit den meisten Investments an der Gesamtzahl der Investments	EDV (12%), Handel (11%), Maschinenbau (9%)	Software (19%), Kommunikationstechnik (11%), Biotechnologie (8%)	Maschinen-/Anlagenbau (11%), Software, Handel (je 9%)
Anteil deutscher Auslandsinvestments	9%	18%	28%
Co-Venturing-Quote	34%	30%	32%
Anzahl der Exits	394	901	615
• davon trade sale	13%	22%	8%
• davon Börsengänge	4%	7%	0,2%
• davon Rückkauf	41%	30%	34%
• davon Ausfall	36%	24%	41%

Quelle: BVK-Jahresstatistiken

Für die Kapitalbereitstellung durch Kapitalbeteiligungsgesellschaften lassen sich über die vergangenen Jahre hinweg und auch für die Zukunft folgende Entwicklungstendenzen identifizieren:

- Vorübergehende **Probleme des Fundraising werden überwunden** (Linneweber 2004b). Diese sind bedingt durch die geringe Erfahrung bzw. die geringe Reife des deutschen Beteiligungsmarktes, der zwischen 2000 und 2004 eine Konsolidierung erfuhr. Mangelnde Möglichkeiten von Börsen-Exits⁸ und hohe Ausfallquoten führten zu geringen bzw. negativen Anlagerenditen der Beteiligungsfonds (Asche 2004a; Asche 2004b; Grosser 2003; Maisch et al. 2004; o.V. 2003; Pleschak et al. 2002b; Wolff 2004). Die vorgenommene **Marktbereinigung** beinhaltet jedoch die

⁸ Kapitalbeteiligungsgesellschaften streben häufig die spätere Veräußerung ihrer Beteiligungen über die Börse an. Jedoch ist ein Börsengang nicht zu jedem Zeitpunkt möglich und so bestimmt u. a. die Börsenkonjunktur die Renditemöglichkeiten von Investoren mit. Insbesondere im Sonderfall des Börsengangs von Unternehmen existiert eine große Schwankungsbreite der möglichen Veräußerungsgewinne. Diese werden stark durch das jeweilige Finanzierungsumfeld bzw. die Finanzierungsentscheidungen ähnlicher Unternehmen und damit dem Zeitpunkt des Verkaufs bestimmt (Stolpe 2004a; Stolpe 2004b).

Chance, dass die originären Investoren das Vertrauen in die verbleibenden Kapitalbeteiligungsgesellschaften zurückgewinnen. Zukünftig erlangt die nicht börsennotierte Bereitstellung von Kapital über Kapitalbeteiligungsgesellschaften zudem als **Anlageklasse für Privatpersonen** eine größere Bedeutung. Damit verbunden ist der verstärkte Zufluss von Geldern aus dieser Refinanzierungsquelle (AVCAL 2004; o.V. 2003). Auch andere Akteure, wie z. B. Investmentgesellschaften, die bislang ausschließlich in Börsentitel investierten, erschließen sich zunehmend den Bereich des Privat Equity (Mackewicz und Partner 2004). Die zunehmende Attraktivität von Beteiligungsinvestments ist dabei auch geprägt durch verbesserte steuerliche Rahmenbedingungen. Andererseits ziehen sich die bislang in Deutschland als Finanziere für die Beteiligungsfonds dominierenden Banken als Kapitalgeber teilweise zurück (Asche 2004a; Hommel/Schneider 2003; Kamp/Losse 2004; Mackewicz/Fleischhauer 2005). Dies ist bedingt durch die in den Basel II-Richtlinien formulierten europäischen Vorschriften einer höheren Eigenkapitalunterlegung von Eigenkapital- und Mezzanine Kapital-Investments der Banken. Weniger langfristig ist dagegen die zwischenzeitliche Zurückhaltung von Versicherungen und Pensionsfonds. Diese sind nach der schlechten Börsenentwicklung der vergangenen Jahre gefordert, verstärkt in liquide Anlagen zu investieren. Das verhindert vorübergehend mit langen Rückflusszeiten verbundene Beteiligungs-Investments (Asche 2004a).

- Der wieder erstarkende Geldzufluss in die Fonds der Kapitalbeteiligungsgesellschaften kommt jedoch vorrangig der Ausweitung der Spätphasenfinanzierung oder des buy-out-Bereiches zu Gute (Mackewicz und Partner 2003). Auch der Umfang des Zweitmarktes steigt stark an (Mackewicz/Fleischhauer 2005). Jedoch ist anzunehmen, dass zukünftig auch die Sättigung dieser Marktbereiche zu- und damit ihre Attraktivität abnimmt. Hinzu kommt, dass ohne das Finanzieren von Frühphasen zu späteren Zeitpunkten nur wenige Unternehmen vorhanden sind, welche Wachstumsfinanzierungen nachfragen (Mackewicz/Fleischhauer 2005). Inwiefern der gegenwärtige Trend der Abkehr von Frühphasenfinanzierungen anhält, ist daher fraglich.
- Neben dem verstärkten Zufluss von Anlegergeldern ist die zukünftige Stabilisierung des Umfangs der Investitionen von Kapitalbeteiligungsgesellschaften auch durch andere Faktoren beeinflusst. So führt ein Umdenken in den Unternehmen hin zu einer durchschnittlich stärkeren Öffnung gegenüber externem Beteiligungskapital zu einer **Ausweitung der Beteiligungskapitalnachfrage** (ASU 2003; Mackewicz und Partner 2003). Eine Kapitalschwemme, wie sie in der Hochphase der Beteiligungsinvestments etwa 1999 – 2001 auftrat, ist daher trotz der zunehmenden Attraktivität des Beteiligungskapitals als Anlageklasse zukünftig kaum in dem damaligen Umfang zu befürchten. Dieser verursachte einen hohen Konkurrenzdruck unter den Eigenkapitalgebern. Die Preise für Beteiligungen stiegen. Die Prüfung der Unternehmenskonzepte wurde vernachlässigt, was dazu führte, dass wenig ausgereifte Geschäftsideen finanziert wurden (Pleschak et al. 2002b).

- Mit der zunehmenden Reife der Kapitalbeteiligungsgesellschaften gehen Trends zur stärkeren **Spezialisierung** (Lindlar 2003), stärkeren Syndizierung zwischen Beteiligungsgesellschaften zur Bereitstellung der Gesamtfinanzierung aus einer Hand und damit auch zum Eingehen von durchschnittlich größeren Beteiligungsinvestments einher. Dies wirkt sich positiv für wachstumsstarke JU mit hoher Kapitalnachfrage aus. Grundsätzlich fehlen jedoch weiterhin Angebote im Bereich der Mikro-Eigenkapitalfinanzierung (KfW 2003a).

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass Kapitalbeteiligungsgesellschaften auch zukünftig eine wichtige Säule bei der Finanzierung von jungen Unternehmen darstellen werden. Ihre Leistungsprofile differenzieren sich zunehmend aus.

3.5 Staat

Der Staat agiert als Kapitalgeber, indem er die über Abgaben und Steuern eingenommenen finanziellen Mittel mit den ausgearbeiteten Förderprogrammen direkt oder indirekt wieder an Unternehmen vergibt. Die Unterstützung der Unternehmen bei der Bewältigung ihrer Finanzierungsprobleme kann auf unterschiedlichen Ebenen und durch unterschiedliche Maßnahmen erfolgen. Sie setzt dabei nicht allein an der direkten Bereitstellung von Kapital an, sondern versucht auch die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes an sich zu verbessern, indem beispielsweise die Abgabenbelastung potenzieller privatwirtschaftlicher Kapitalgeber reduziert wird (Asche 2003b; Hanny 2004; Jugel 2003; Trechow 2004). Tabelle 8 stellt eine mögliche Systematisierung der Förderansätze dar. Die Unterstützungsleistung kann dabei direkt durch den Staat, durch eine von ihm eingerichtete Förderinstitution oder durch vorhandene private Kapitalmarktakteure erfolgen. Abhängig von der gewählten Maßnahme und den einbezogenen Akteuren wirkt die Förderung somit auf unterschiedlichen Ebenen (vgl. Tabelle 8). Für die Unternehmen tritt der Staat als Kapitalgeber jedoch nicht in all den dargestellten Fällen in Erscheinung. Vornehmlich nehmen sie seine Einflussnahme nur dann wahr, wenn ihnen das geförderte Kapital direkt zufließt.

Tabelle 8: Systematisierung staatlicher Unterstützungsleistungen, die auf die Verbesserung der Kapitalversorgung von Unternehmen abzielen

Ebene	Maßnahmen
Unternehmen/ Gründerperson	<ul style="list-style-type: none"> • Zuschüsse für FuE-Projekte, Beratung, Gutachten bzw. kostenlose Leistungsangebote (Bsp.: Überbrückungsgeld, FUTOUR) • Darlehen mit Konditionenverbesserung bzgl. Zins, Tilgung, Besicherung (Bsp.: ERP-Darlehen) • Mezzanine Kapital (Bsp.: EKH-Darlehen) • Beteiligungskapital (Bsp.: BTU-Koinvestmentvariante)

Ebene	Maßnahmen
	<ul style="list-style-type: none"> • Bürgschaften (Bsp.: Angebote der Bürgschaftsbanken) • Steuerliche Erleichterungen bzw. Abgabensenkung für mehr Gewinnerzielungsspielraum
Intermediäre (Kapitalsammelstellen, Direktvermittler)	<ul style="list-style-type: none"> • Übernahme der Managementvergütung / Zuschüsse für Kostenübernahme (Bsp.: EIF-Fazilität zur Übernahme von Managementgehältern, DtA-Startgeld (Bearbeitungspauschale für Hausbanken)) • Billige Refinanzierung (Bsp.: ERP-Darlehen, BTU-KfW) • Koinvestments (Bsp.: BTU-tbg) • Bereitstellung finanzieller Mittel zu Marktpreisen (Bsp.: EIF-Fonds) • Bürgschaften, Haftungsfreistellungen (Bsp.: BTU, Garantien der Bürgschaftsbanken) • Renditeboni, steuerliche Anreize • Stabilität steuerlicher Regelungen und allgemeine Steuer- und Abgabenentlastung • Vermittlung von best practice • Sicherstellung der Veräußerbarkeit auf Zweitmarkt
originäre Kapitalgeber	<ul style="list-style-type: none"> • Zulagen, Zuschüsse • Stabilität steuerlicher Regelungen und allgemeine Steuer- und Abgabenentlastung bzw. spezifische steuerliche Anreize

Neben der Unterstützung durch die EU- sowie die Länderebene erfolgt der größte Teil der Förderung durch Bundes-Programme. Als die grundsätzlichen Säulen und Akteure direkter Förderung auf Unternehmensebene lassen sich dabei identifizieren:

- die Zuschussförderung (verschiedene Projektträger),
- die Förderung durch konditionenverbesserte Darlehen, die Bereitstellung von mezzaninem Kapital und die Bereitstellung von Eigenkapital (KfW (früher auch DtA, tbg)),
- die Bereitstellung von Kreditsicherheiten (regionale Bürgschaftsbanken).

Die Zuschussförderung ist zum Einen Element der Arbeitsmarkt-Förderung. Die beiden wesentlichen Säulen "Überbrückungsgeld" und "Existenzgründer-Zuschuss" (Ich-AG) konzentrieren sich auf Gründer, die aus der Arbeitslosigkeit heraus gründen oder eine Arbeitslosigkeit vermeiden wollen. Bei entsprechender Gestaltung können sie von allen Gründern in Anspruch genommen werden. Zum Anderen konzentriert sich die Zuschussförderung insbesondere auf die Innovations-Förderung. Dabei kommen nur innovative bzw. FuE-betreibende junge Unternehmen als Zuwendungsnehmer in Frage.

Eine sehr bedeutende finanzielle Unternehmensförderung in Deutschland bildet die Bereitstellung zins- und haftungsverminderter Darlehen. Dies gilt, obwohl häufig nicht die Höhe des Zinssatzes, sondern der Kapitalzugang an sich das Problem für die

Unternehmensfinanzierung darstellt. Zwar wird hierdurch eine große Zahl von Unternehmen kostengünstig erreicht, jedoch werden durch diese Distributionsform vorrangig risikoarme Engagements eingegangen (OECD 1998). Zudem hat die Vergangenheit gezeigt, dass die Bereitschaft zur Durchleitung von Förderkrediten im deutschen Hausbankenprinzip durch die geringen Gewinnmargen und die verbleibende Haftung nicht bei allen Kreditinstituten hoch ausgeprägt ist. Das derzeitige System der vorrangigen Bereitstellung von Förderdarlehen mittels Hausbankenprinzip, d. h. die Unternehmen müssen für den Zugang der geförderten Kredite Hausbanken einschalten, hat jedoch den Vorteil, dass neben der staatlichen Förderung auch privatwirtschaftliche Akteure eingebunden sind. Diese entscheiden nach marktnahen Kriterien, welche Unternehmen finanziert werden und helfen die Gesamtfinanzierung zu sichern (Heitzer-Priem 2002). Verbunden damit ist aber ein Investitionsfokus, der nur wenig von der ursprünglichen Zielgruppe der privatwirtschaftlichen Kreditinstitute abweicht.

Neben der eigentlichen Kapitalbereitstellung sorgen andere Einrichtungen und Programme lediglich für die Versorgung der Unternehmen mit Kreditsicherheiten. Die Kapitalaufnahme erfolgt hier zu regulären Marktkonditionen über die bestehenden Kreditinstitute.

Entsprechend den vielfältigen Zielen, Ansatzpunkten und Akteuren, die staatliche Unterstützung gewähren ist die Charakterisierung des Staates als Kapitalgeber sehr differenziert. Tabelle 9 gibt hierfür einen Überblick.

Tabelle 9 Charakterisierung des Staates als Kapitalgeber

<p>Investitionsfokus:</p> <ul style="list-style-type: none"> • geringe Renditeforderungen • i. R. keine Mindest-, jedoch Höchstvolumina • Zuschüsse auf investive Maßnahmen und FuE-Aufwendungen beschränkt • z. T. Mindest- bzw. Höchst-Vorgaben bzgl. Alter, Größe, FuE-Intensität, Kooperationsverhalten <p>Forderung von Sicherheiten und Einflussrechten:</p> <ul style="list-style-type: none"> • i. R. keine Forderung von Einflussrechten • im Zusammenhang mit geförderten Darlehen z. T. Forderung von Sicherheiten <p>Vorgehen bei der Auswahl der Investmentalternativen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • sehr standardisiert, Vorliegen von Vergaberichtlinien <p>Art der eingesetzten Finanzierungsinstrumente:</p> <ul style="list-style-type: none"> • große Bandbreite, jedoch je Programm festgelegt und unflexibel <p>Höhe und Laufzeit der Kapitalbereitstellung:</p> <ul style="list-style-type: none"> • je nach Programm sehr differenziert

Betreuungsumfang:

- abgesehen von spezifischen Betreuungsprogrammen, sehr geringe Betreuungsleistungen, i. R. anonyme Abwicklung

Leistungs- und Interessentransparenz:

- durch Programmrichtlinien weitgehend gegeben

Der Staat tritt idealtypisch nur in solchen Bereichen als Kapitalgeber auf, in denen er Marktversagen feststellt (Europäische Kommission 2001b; Linneweber 2003).⁹ In der Realität existieren jedoch auch Situationen, bei denen der Staat lediglich kurzfristigen Angebotsengpässen entgegenwirkt. Auch kommt es zu Fällen, in denen er mit privaten Investoren in Konkurrenz steht. Auf Seiten der Unternehmen treten so Mitnahmeeffekte auf. Private Investoren werden teilweise vom Markt gedrängt (Barret et al. 1990; Neeley 2004; OECD 1998; Riding 1996). So kann vermutet werden, dass die vorrangig auf zinsverbilligte Kredite ausgerichtete Förderpolitik in Deutschland nicht ganz schuldlos am vorübergehenden Rückzug der Kreditinstitute aus der KMU-Finanzierung ist (Hunsdiek/May-Strobl 1987; Kulicke/Wupperfeld 1996; Schmidt 2001). Bei ungünstiger Ausgestaltung der Förderung kann dem Kapitalmarkt so auch ein Schaden entstehen. Im Extremfall ziehen sich private Kapitalgeber vollständig aus bestimmten Finanzierungsbereichen zurück. Ebenfalls schädlich ist, wenn das Potenzial zu Marktunter- sowie -übertreibungen durch die staatliche Förderung vergrößert wird (Gompers 1994b; Jugel 2003; Viala 1998). Dies ist stets dann der Fall, wenn die Vergabe der Förderung an die Entscheidung privater Kapitalgeber gekoppelt wird. Allerdings treten auch bei autonomen Förderentscheidungen Probleme zu Tage, weil sich staatliche Entscheidungsträger anmaßen, besser als private Marktakteure zu wissen, welche Projekte Erfolgspotenziale aufweisen.

⁹ Zu den Gründen für dessen Auftreten vgl. Wolf (2006).

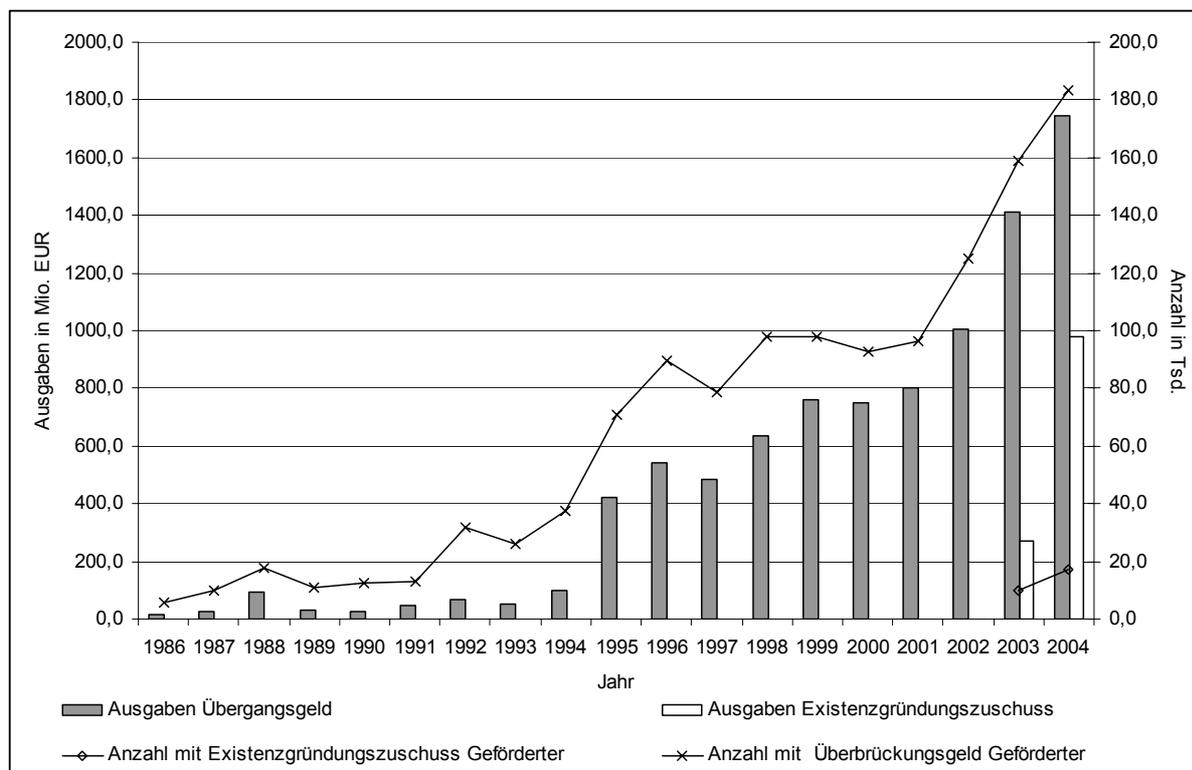
Abbildung 8: Existenzgründungsförderung der Bundesagentur für Arbeit

Abbildung 8 sowie Tabelle 10 enthält die in ihrem Umfang bedeutendsten Fördermaßnahmen des Bundes, die den Existenzgründern und jungen Unternehmen in den vergangenen Jahren zur Verfügung standen. Förderungen, die nicht direkt durch den Staat an die Unternehmen vergeben werden, sondern bei deren Vergabe andere Kapitalgeber zwischengeschaltet sind (z. B. BTU, KfW-Förderdarlehen), wurden dabei auch schon in die Betrachtung der anderen Kapitalgebertypen einbezogen. Abbildung 8 enthält die beiden wesentlichen arbeitsmarktpolitischen Förderungen des Bundes. Neben den in Tabelle 10 aufgelisteten insbesondere auf innovative Unternehmen ausgerichteten Maßnahmen existiert eine Vielzahl anderer Landes- sowie technologiespezifischer Zuschuss- und Darlehensprogramme, die hier nicht dargestellt sind.

Tabelle 10: JU-relevante Fördermaßnahmen auf Unternehmensebene

Programm-Bezeichnung	Art	Laufzeit	Anzahl und Volumen der Förderfälle
TOU	Zuschuss	1983-1988	ca. 135 Mio. EUR, ca. 333 Unternehmen
BJTU	stille Beteiligung als Kofinanzierung, Kredit als Refinanzierung für KBG	1989-1994	ca. 114 Mio. EUR, ca. 336 Unternehmen

Programm-Bezeichnung	Art	Laufzeit	Anzahl und Volumen der Förderfälle
TOU-NBL	Zuschuss	1990-1996	ca. 135 Mio. EUR, ca. 350 Unternehmen
BTU	stille Beteiligung als Kofinanzierung, (Kredit als Refinanzierung für KBG)	1995-2004	ca. 1,7 Mrd. EUR, ca. 2400 Unternehmen
FUTOUR, FU-TOUR 2000	Zuschuss, stille Beteiligung	1997-2004	ca. 200 Mio. EUR, ca. 310 Unternehmen
EXIST-SEED	Gehaltszahlung	2000-2010	2000-2004: ca. 6 Mio. EUR, ca. 165 Vorhaben
KfW / DtA-Förderdarlehen	geförderte Darlehen, Mezzanine Kapital	abhängig von einzeltem Programm	1991: ca. 14,2 Mrd. EUR / ca. 176.000 Förderzusagen 1996: 12,6 / 82.000 2000: 11,5 / 84.000 2004: 9,2 / k. A.
nicht gründer-spezifische FuE-Programme, v. a. (a) INNO-WATT und Vorgänger, (b) PRO INNO II und Vorgänger	Zuschüsse	abhängig von einzelnen Programmen	(a) 1993-2003: 544 Mio. EUR, ca. 1017 Unternehmen, davon ca. 15% bis 5 Jahre alt (b) 1999-2004: 633 Mio. EUR, ca. 5323 Unternehmen, davon ca. 30% bis 3 Jahre alt

In Tabelle 10 ist ersichtlich, dass der Schwerpunkt der Förderung auf der Bereitstellung **geförderter Darlehen** liegt, wobei fast die Hälfte des angegebenen Volumens auf das frühere KfW-Mittelstandsprogramm bzw. jetzige Programm "Unternehmerkredit" entfällt, welches neben den JU insbesondere von etablierten KMU in Anspruch genommen wird. Im Jahr 2002 machten die von der EU und vom Bund geförderten Kredite an inländische Unternehmen ca. 6 Prozent aller Kreditzusagen in Deutschland aus (Hommel/Schneider 2003). Der Untersuchung von Hommel/Schneider (2003) zufolge nutzt jedoch lediglich ein Drittel aller kreditfinanzierten Unternehmen in Deutschland geförderte Kredite, wobei sich auch diese Betrachtung auf die gesamte Gruppe der KMU und nicht lediglich auf junge Unternehmen bezieht. Gründe für die Nichtnutzung sind fehlende Information, zu hohe Transaktionskosten, zu wenig attraktive Konditionen und die fehlende Unterstützung der Hausbank.

Neben den geförderten Krediten existierten innovationsbezogene Programme, die durch Zuschüsse, die Kombination aus Zuschuss und Beteiligung oder reine Beteiligungen den Unternehmen Kapital von außen zufließen lassen. Grundsätzlich kommen diese jedoch ausschließlich innovativen und zum Teil nur Hochtechnologie-

Unternehmen zu Gute. Die Anzahl der Förderfälle, wie auch das Finanzierungsvolumen sind deutlich kleiner als die der Kreditfinanzierung sowie der arbeitsmarktbezogenen Zuwendungen. Spürbar war dabei insbesondere das Programm Beteiligungskapital für junge Technologieunternehmen (BTU), welches Beteiligungskapital suchenden Unternehmen die Kapitalaufnahme erleichterte. Insbesondere durch dieses Programm, aber auch andere neue gründungsspezifische Darlehensprogramme wurde die staatliche Unterstützung für junge innovative Unternehmen im Verlauf der 1990er Jahre ausgeweitet, nach 2000 jedoch wieder zurückgefahren.

Für die Zukunft lassen sich folgende **Entwicklungstendenzen** in der Finanzierungsförderung ausmachen:

- weitere Stärkung der Funktionsfähigkeit des Marktes für Frühphasenfinanzierungen (Erreichen einer kritischen Masse finanzierungsbereiter Unternehmen, Anpassung der rechtlichen Rahmenordnung - insbesondere steuerlicher Regelungen, Ausbildung von Erfahrungen und geeigneten Institutionen auf Seiten der Kapitalgeber) durch verbesserte Anreizsetzungen (u. a. Fonds in Fonds-Förderungen, Garantien bzw. Haftungsübernahmen, Bonifikationen, Kostenausgleich, differenzierte Refinanzierung, Mischfinanzierungen, hybride Finanzierungsformen, risikogerechte Zinssätze) (Bannock Consulting 2001b; European Commission 2003; EVCA 2003b; Fleischer 2002; Golla 2000; Knobloch 2001; Kohn 1998; Kokalj et al. 2003; Linneweber 2004a; Schertler 2002a; Viala 1998).
- Verstetigung der Förderung, um das Problem schwankenden Kapitalangebots zu beseitigen (Schefczyk 2004).
- Differenziertere Bereitstellungsverfahren und typengerechtere Ausgestaltung der Finanzierung. Bei der Bereitstellung geförderter Darlehen werden die Wege der Fördervergabe zunehmend differenziert (Europäische Kommission 2000). Für größere Mittelumfänge wird weiterhin das Hausbankenprinzip beibehalten. Jedoch wird durch Modifikationen bei der Haftungsfreistellung und den Gewinnmargen ein größerer Anreiz durch Durchleitung geschaffen. Für kleine Mittelumfänge wird dagegen erwogen, die finanziellen Mittel ohne die Zwischenschaltung von Hausbanken zu vergeben.
- Einbezug bislang vernachlässigter Unternehmen, z. B. weniger wachstumsambitionierte Gründungen bzw. etablierte Unternehmen (Europäische Kommission 2000; Kokalj et al. 2003; Linneweber 2003).
- Stärkere Privatisierung der Gründungsförderung, um sie von den Denkstrukturen der Ministerialbeamten und öffentlicher Projektträger zu lösen. Neben staatliche Fördermaßnahmen bzw. -einrichtungen treten zunehmend Selbsthilfeeinrichtungen der Wirtschaft und Public-Private-Partnership-Modelle (Europäische Kommission 2000).

- Vereinfachung des Zugangs, stärkere Abstimmung zwischen den einzelnen Förderprogrammen, Einrichtung eines Fördergeber-Controllings (Europäische Kommission 2000).

3.6 Börsenfinanzierungen

Eine Wertpapierbörse ist ein organisierter Markt für die Emission und den Handel von Wertpapieren, wie Aktien und Anleihen. Sie dient der zeitlichen und örtlichen (in jüngster Zeit auch virtuellen) Konzentration des Handels von fungiblen Gütern unter beaufsichtigter Preisbildung. Das Ziel ist eine gesteigerte Markttransparenz für Wertpapiere, die Steigerung der Effizienz und der Marktliquidität, die Verringerung der Transaktionskosten sowie der Schutz vor Manipulationen. Anders als im so genannten außerbörslichen (OTC) Handel wird börslicher Handel börsenaufsichtsrechtlich kontrolliert.

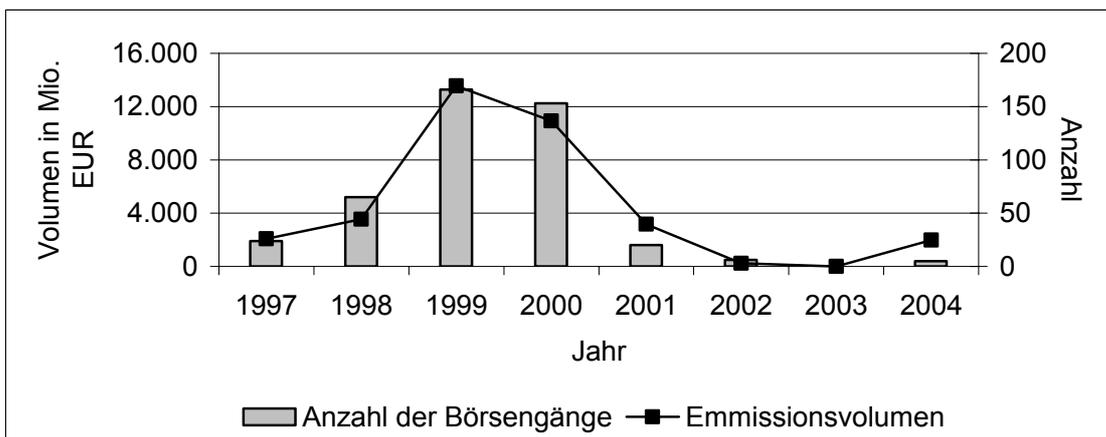
Für die Deckung des Kapitalbedarfs der JU ist insbesondere die Möglichkeit zur Ausgabe von Wertpapieren (Emission) relevant.¹⁰ Der Erlös der emittierten Wertpapiere bildet oder erhöht das Eigenkapital (bei Aktien) oder das Fremdkapital (bspw. bei Anleihen) der JU. Neben der Börse selbst sind regelmäßig auch Emissionsbanken an der Ausgabe der Wertpapiere beteiligt. Das Kapital, mit dem der Kapitalbedarf der Unternehmen gedeckt wird, stammt hingegen von den zuvor genannten Kapitalgebertypen.

Erfüllen die Unternehmen die jeweiligen geforderten Voraussetzungen, ist es auch sehr jungen Unternehmen möglich, ihre Finanzierungsinstrumente börslich oder den außerbörslichen OTC-Markt zu emittieren und später dort handeln zu lassen (Daferner 1999). Beispielsweise sind nach einer weitgehenden Marktbereinigung der vergangenen Jahre über Finanzintermediäre, wie z. B. Schnigge und Valora Effekten Handel AG, in Deutschland weiterhin vorbörsliche Privatplatzierungen möglich, bei denen Kapital vorrangig von Kleinanlegern eingeworben werden kann. Ebenfalls ist es jungen Unternehmen trotz der Schließung des deutschen Börsensegmentes "Neuer Markt" möglich, sich Kapital über die verschiedenen Segmente in- und ausländischer organisierter Wertpapierbörsen zu beschaffen und ihre Finanzierungsinstrumente dort handeln zu lassen.

¹⁰ Die Handels-Funktion der Börsen hat hingegen nur eine mittelbare Bedeutung für die Deckung des Kapitalbedarfes der JU. Insbesondere ermöglicht sie den Einbezug eines größeren Kreises von Kapitalgebern. Ihr Kauf und Verkauf fungibler bzw. handelbarer Wertpapiere ist für die Anleger mit geringen Transaktionskosten verbunden und es sind auch kleine Anlagebeträge möglich.

Insbesondere für die Gewährleistung der Handelbarkeit ihrer Finanzierungstitel sind die Unternehmen auf günstige institutionelle Gegebenheiten angewiesen. Das Vorhandensein von Handelsplätzen und der Umfang der dort gehandelten Wertpapiere bestimmen, inwiefern es Unternehmen möglich ist, ihre Finanzierung einem breiten Anlegerkreis anzudienen. Neben dem intransparenten grauen Markt und Anbietern für vorbörsliche Privatplatzierungen kommt Wertpapierbörsen eine große Bedeutung zu (Jestaedt 1999). Der Zugang ist für die Unternehmen dabei nicht auf nationale Emissions- und Handelsplätze beschränkt. Deutsche JU können ihre Wertpapiere auch über ausländische Anbieter ausgeben und an den dortigen Börsen handeln lassen. Grundsätzlich ist jedoch insbesondere das nationale Börsenumfeld für die deutschen Unternehmen relevant, da die hohen Transaktionskosten den Gang an ausländische Marktplätze erschweren (Einicke 1999).

Abbildung 9: Neuemissionen im amtlichen und geregelten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse im Zeitverlauf

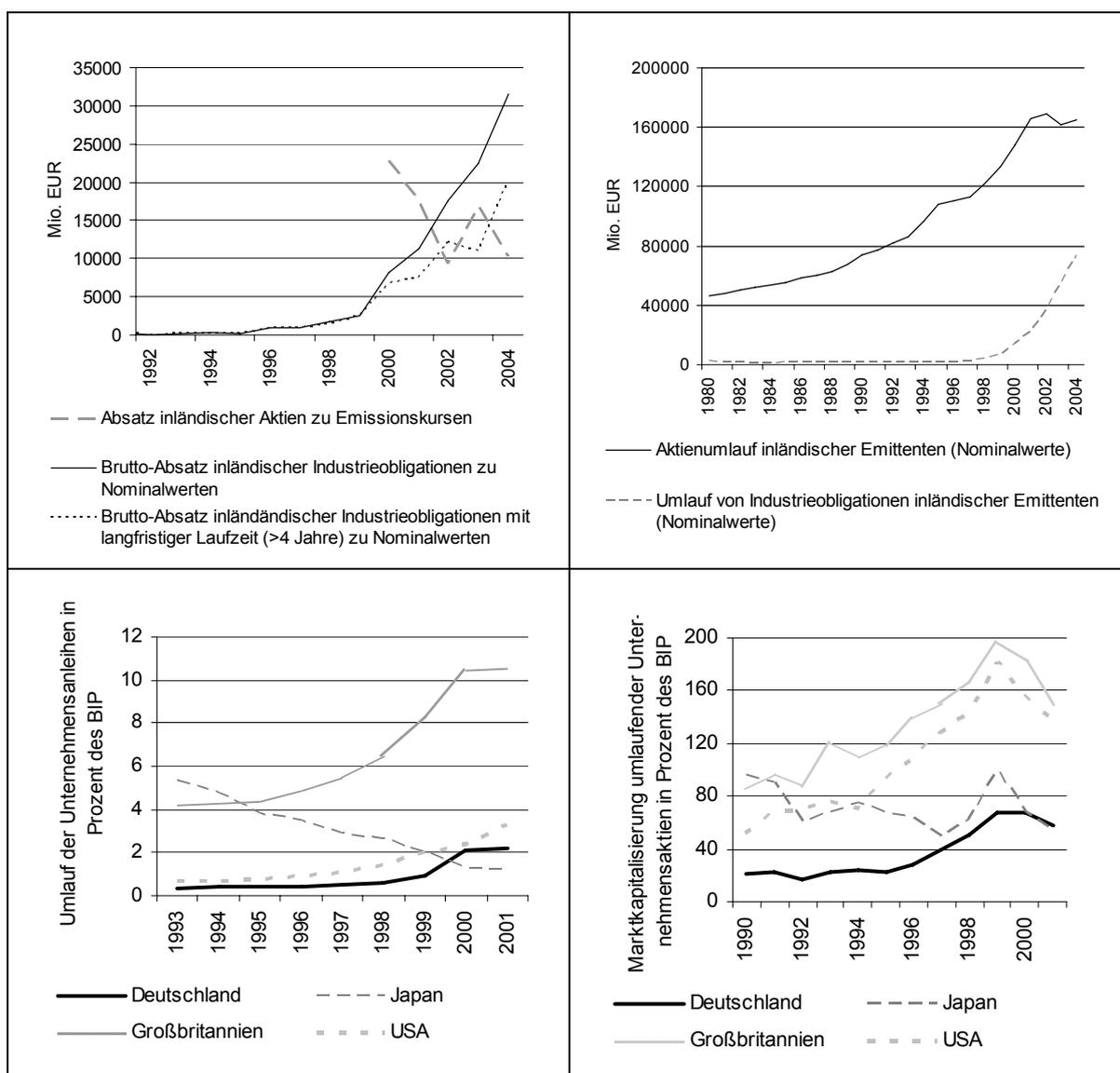


Quelle: Frankfurter Wertpapierbörse, eigene Berechnungen

Bedingt durch einen deutlichen Anstieg innerhalb des vergangenen Jahrzehnts verbesserte sich die Möglichkeit der Handelbarkeit von Unternehmensfinanzierungen gegenüber Anfang der 1990er Jahre deutlich. Problematisch ist hierbei jedoch, dass der langfristig positive Trend durch kurzfristige negative Börsenzyklen unterbrochen wird. Einem, auf die Möglichkeit der Börsenemission bezogen, starken Finanzierungsumfeld in den Jahren 1998 bis 2000 folgten Jahre, in denen es JU deutlich schwerer gefallen sein dürfte, ihre Finanzierung über börsennotierte Aktien oder Anleihen einzuwerben (vgl. Abbildung 9). Neben den Indikatoren Anzahl der Börsengänge und Emissionsvolumen zeigt auch das Verhältnis von erster Kursnotiz und Emissionspreis für die Jahre 1998 bis 2000 eine positive Börsenkonjunktur an. Gemessen an der Marktkapitalisierung der umlaufenden Aktien und Anleihen schneidet der deutsche Markt deutlich schwächer ab als Staaten wie Japan, Großbritannien

oder die USA (vgl. Abbildung 10). Der Anteil der JU am Umfang der Börsenfinanzierungen lässt sich aus Abbildung 9 und Abbildung 10 nicht bestimmen. Wie bei den Angaben zu den Kreditinstituten sind keine gesonderten Erhebungen für JU verfügbar. Grundsätzlich lässt sich bei Unterstellung gleich bleibender Finanzierungsanteile der JU an der gesamten Börsenfinanzierung aus der Betrachtung des Gesamtmarktes dennoch der Stand und die Entwicklung des Börsen-Finanzierungsumfeldes für JU ableiten.

Abbildung 10: Börsenfinanzierung deutscher Unternehmen



Quelle: Zeitreihenstatistik der Bundesbank, Siebert (2004), eigene Berechnung

3.7 Synoptische Darstellung des Finanzierungsumfeldes in Deutschland

Tabelle 11 stellt das Finanzierungsumfeld von JU in Deutschland in den 90er Jahren dar. Neben dem Aufzeigen der Bedeutung verschiedener Kapitalgebertypen und damit auch von verschiedenen Finanzierungsformen ist in Tabelle 11 auch ersichtlich, welche Ausprägung die einzelnen Marktsegmente im zeitlichen Durchschnitts- und im internationalen Vergleich annehmen. Insbesondere die internationalen Vergleiche basieren je nach Kapitalgebertyp auf unterschiedlichen Datenbasen. Daher kommen je nach Datenverfügbarkeit auch unterschiedliche Vergleichsindikatoren zum Ansatz.

Tabelle 11: Vergleichende Gegenüberstellung der quantitativen Ausprägung des Kapitalumfelds von JU in Deutschland¹¹

Kapitalmarktsegment	Anzahl/Umfang der Finanzierung / davon JU	inländischer Zeitvergleich	internationaler Zeitvergleich
Privatpersonen	2000: etwa 11 Mrd. EUR Bruttoinvestitionen (Bygrave et al. 2003), k. A. zu Anzahl und JU, jedoch fließt Großteil JU zu	>=Ø 2003-2005 (I=Geschäftslage VDI-Panelteilnehmer, BZ: 2002-2005)	>=Ausland¹² "-" (I=Business Angel Investitionen in % des BIP in Vgl. zu Durchschnitt von 18 Vergleichsstaaten, BZ: 1997-2001)
Unternehmen	p. a. etwa 650 Mio. EUR Bruttoinvestitionen (Mackewitz und Partner 2003), k. A. zu Anzahl und JU, jedoch fließt Großteil JU zu	k. A.	k. A.
Kreditinstitute	2000: Gesamtobligo: 1.211,6 Mrd. EUR, Neuzusagen: geschätzt 120 Mrd. EUR, k. A. zu Anzahl bzw. JU (analog zur staatl. Förderung aber >54.000 junge Unternehmen)	>="0" 1981-1985, 1988-1990, 1992-1993, 1995-1998, 2000-2001 (I=Differenz der Veränderung des Kreditbestandes an deutsche Unternehmen zur Veränderung des BIP gegenüber dem Vorjahr, BZ: 1980-2004)	>=Ausland 1990-2001 (1990-1993<Japan) (I=Bestand der Kredite an Unternehmen in % des BIP in Dtl. im Vgl. zu USA, GB, Japan, BZ: 1990-2001)

¹¹ Erklärung: >=größer als bzw. gleich, Ø=Durchschnitt des betrachteten Gesamtzeitraums, Ausland=Wert in anderen Ländern, I=Indikator, BZ=Betrachtungszeitraum, Dtl.=Deutschland, GB=Großbritannien; **Lesebeispiel:** In den Jahren 2003 bis 2005 lag der Index "Geschäftslage der VDI-Panelteilnehmer" über dem Durchschnitt des Gesamt-betrachtungszeitraums 2002 bis 2005.

¹² **Lesebeispiel:** Der Indikator "Business Angel Investitionen in % des BIP" lag für den Betrachtungszeitraum 1997 bis 2000 unter dem Durchschnitt von 18 Vergleichsstaaten.

Kapitalmarktsegment	Anzahl/Umfang der Finanzierung / davon JU	inländischer Zeitvergleich	internationaler Zeitvergleich
Beteiligungskapitalgesellschaften	2000: Gesamtobligo: 11,5 Mrd. EUR, Neuinvestitionen: ca. 4,7 Mrd. EUR bei ca. 2.350 Unternehmen, davon 3,3 Mrd. EUR bei ca. 2.200 JU	>=Ø 1999-2002 (I=Investitionsumfang seed/start up/expansion, Anzahl seed-, start up-, expansion-finanzierter Unternehmen, BZ: 1993-2004)	>=Ausland (a) 1997-2002 (b) 2001 (I=(a) Anteil seed-, start up-Investitionen in % des BIP in Dtl. im Vgl. zu Europa, (b) Anteil seed-, start up-, expansions-Investitionen am jew. BIP in Dtl. im Vergleich zu Europa, BZ:1993-2003)
Staat	2000: Darlehens- und Innovationsförderung: Neuvergabe ca. 11,5 Mrd. EUR an >90.000 Unternehmen, davon >4,5 Mrd. EUR an >54.000 junge Unternehmen 2000: Arbeitsmarktförderung: 750 Mio. EUR, 92.800 Gründer	>=Ø 1991-1996 (I=staatliche FuE-Ausgaben, BZ: 1991-2004 (Rammer et al. 2004))	>=Ausland "-" (1991-2004<USA, Frankreich, Finnland, >GB, Japan) (I=staatliche FuE-Ausgaben in % des BIP in Dtl in Vgl. zu 5 and. Industrienationen, BZ: 1991-2004 (Rammer et al. 2004))
Börse	2000: (amtlicher und geregelter Markt an Börse Frankfurt): 153 Börsengänge, 10,9 Mrd. EUR , k. A. zu JU	>=Ø (a) 1998-2000, (b) 1999-2000, (c) 2003-2004 (I=(a) Anzahl Börsengänge, (b) Emissionsvolumen), (c) Bruttoabsatz inländ. Industrieobligationen, BZ (a, b): 1997-2004, (c) 1980-2004)	>=Ausland (a) "-" (2001>Japan) (b) "-" (2000-2001>Japan) (I=(a) Marktkapitalisierung umlaufender Unternehmensaktien in % des BIP in Dtl. im Vergleich zu USA, GB, Japan, (b) Umlauf der Unternehmensanleihen in % des BIP in Dtl. im Vergleich zu USA, GB, Japan, BZ:1980-2004)

Bezogen auf die Anzahl der Finanzierungsfälle sind Kreditinstitute, der Staat und Privatpersonen besonders bedeutsam. Von vergleichsweise geringer Bedeutung als Kapitalgeber sind Unternehmen. Mit Unterbrechung von einzelnen Jahren war die Kreditversorgung deutscher Unternehmen im zeitlichen und internationalen Vergleich bis zum Jahr 2000 gut. Danach folgte eine längere Phase der Kreditzurückhaltung. Aufgrund der kurzen Betrachtungszeiträume vorliegender Untersuchungen ist die Einschätzung des zeitlichen Verlaufs des Privatinvestoren-Marktes nicht möglich. Einzeluntersuchungen lassen jedoch den Schluss zu, dass in Deutschland Privatpersonen in den vergangenen Jahren deutlich weniger Kapital bereitstellten, als dies beispielsweise in den USA oder Großbritannien der Fall war. Im internationalen Vergleich nimmt Deutschland bezüglich der staatlichen Förderung gegenüber anderen Industrienationen eine Mittelstellung ein. Allerdings führt die öffentliche Hand in Deutschland, abgesehen von arbeitsmarktpolitischen Instrumenten, ihre Gründungs-

unterstützung sowie die FuE-Ausgaben seit Mitte der 90er Jahre deutlich zurück. Indirekt, z. T. auch direkt, sind davon auch JU betroffen.

Bezogen auf das Investitionsvolumen erlangen darüber hinaus auch Kapitalbeteiligungsgesellschaften eine hohe Relevanz, wobei deren Bedeutung durch ihr stark zyklisches Investitionsverhalten deutlich schwankt. Im zeitlichen und internationalen Vergleich war das Beteiligungskapitalangebot in Deutschland im Betrachtungszeitraum lediglich 1997-2002 überdurchschnittlich.

Sehr selten sind in Deutschland Börsenfinanzierungen von JU. Wenn überhaupt, waren diese bislang lediglich in den Jahren 1998 bis 2000 von größerer Bedeutung. Zwar sind die Anzahl der Börsengänge ebenfalls in den Vergleich der Tabelle 11 aufgenommen. Jedoch nehmen sie eine Sonderstellung ein, da nicht zugeordnet werden kann, welche Kapitalgeber letztendlich die Finanzierung übernehmen. Die Anzahl der Börsengänge ist somit ein Maßstab für den Zugang zu handelbaren Finanzierungstiteln. Dieser bestimmt, wie auch die Vielschichtigkeit der Finanzierungsangebote, die Qualität des Kapitalmarktes mit.

Aus den Erkenntnissen zur Quantität des Kapitalangebots und den beschriebenen Charakterisierungen der jeweiligen Kapitalgebertypen lassen sich auch Aussagen zur Qualität des Kapitalangebots im Zeitablauf ableiten. Dabei kann eine starke Korrelation zwischen der Art des Kapitalgebers und der Verfügbarkeit von verschiedenen Finanzierungsformen, Laufzeiten und Finanzierungsbeträgen unterstellt werden (vgl. Tabelle 12).

In Abbildung 7 wurde deutlich, dass bis zum Jahr 1997 ein organisierter Markt für die Eigenkapitalversorgung junger Unternehmen nicht in bedeutendem Umfang existent war. Die Beteiligungsgesellschaften entwickelten sich erst danach zu einer in breiteren Kreisen wahrgenommenen Akteursgruppe. Auch wenn davon auszugehen ist, dass die bestehende Angebotslücke teilweise durch Privatpersonen, Unternehmen und staatliche Programme abgedeckt wurde, kann die Zeit vor 1997 als vornehmlich fremdkapitaldominiert bezeichnet werden. Über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg wies die Fremdkapitalversorgung hinsichtlich der angebotenen Finanzierungslaufzeiten und -beträge eine große Bandbreite auf. Anders ist dies über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg für die Eigenkapitalversorgung. Abgesehen von den Privatpersonen hat sich bis dato kein organisiertes Angebot für eine kleinvolumige Eigenkapitalversorgung etabliert. Auch beim Anlegen des Qualitätsmaßstabes der Handelbarkeit von Finanzierungen müsste die Qualität des Kapitalangebots in Deutschland in verschiedenen Perioden, wie zuletzt 2002 bis 2004 als gering angesehen werden.

Tabelle 12: Investitionsverhalten verschiedener Kapitalgebertypen (Qualität des Kapitalangebots)

	Privat- personen	Unter- nehmen	Kredit- institute	Beteiligungs- gesellschaften	Staat
Finanzierungsform					
Eigenkapital	✓	✓	(✓)	✓	✓
Mezzanine	✓	(✓)	(✓)	✓	✓
Fremdkapital	✓	(✓)	✓	(✓)	✓
Finanzierungslaufzeit					
kurzfristig	✓	X	✓	X	✓
langfristig	✓	✓	✓	✓	✓
Finanzierungsbeträge					
gering (bis 100 TEUR)	✓	✓	✓	X	✓
hoch	✓	✓	✓	✓	✓

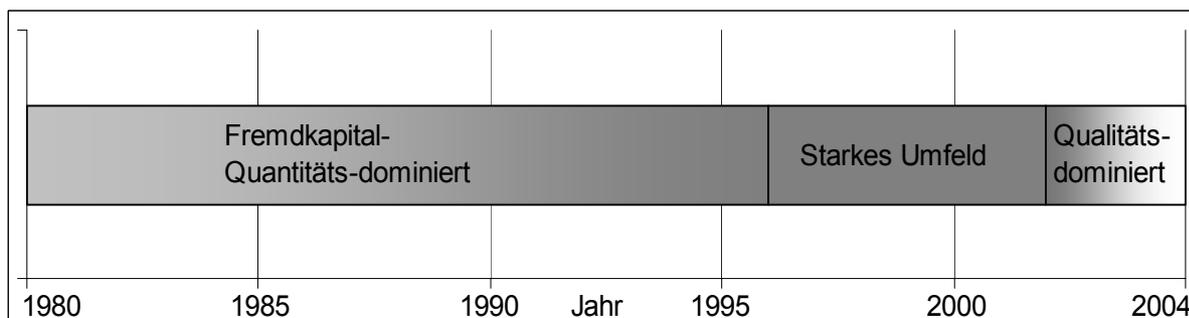
Legende: Kapitalgebertyp bietet jeweilige Finanzierungsoption an "✓" bzw. beschränkt an "(✓)" bzw. nicht an "X".

Abbildung 11 bildet abschließend das jeweilige Kapitalumfeld in Zeitablauf ab. Dabei wird Bezug genommen auf die Definition der Kapitalumfeld-Typen in Kapitel 2. Aufgrund der Datenlage werden bei der Zuordnung vorrangig die Kapitalbereitstellung von Kreditinstituten und von Kapitalbeteiligungsgesellschaften berücksichtigt.¹³ Die Einschätzung muss aber mit der Einschränkung auskommen, dass insbesondere die Angaben für den Fremdkapitalmarkt für die Gesamtheit der Unternehmen und nicht spezifisch für die Gruppe der JU gelten. Das Finanzierungsumfeld deutscher Unternehmen kann im betrachteten Untersuchungszeitraum in den Jahren 1980 bis 1996 als quantitätsdominiert, 1997 bis 2002 als stark und für die Jahre danach bis 2004 als qualitätsdominiert angesehen werden. Aus den Relationsvergleichen lässt sich jedoch ableiten, dass in Deutschland bis 1996 ein geringes quantitatives Angebot im Beteiligungskapitalsegment existierte. Seit 2003 hat sich dies auch auf den Kreditbe-

¹³ Ein starkes Finanzierungsumfeld mit guter Börsenkonjunktur, in dem insbesondere Kapitalbeteiligungsgesellschaften öffentlichkeitswirksam viele Investments eingehen, führt darüber hinaus auch zu einem verstärkten Engagement der Unternehmen sowie der Privatpersonen. Diese reagieren nicht minder sensibel auf Stimmungslagen als die Kapitalbeteiligungsgesellschaften selbst (Wolf 2006). Daher ist auch zu vermuten, dass bei einem vergleichsweise starken Engagement von Beteiligungsgesellschaften und Kreditinstituten auch Unternehmen und Privatpersonen ihre Investmentaktivitäten ausweiten und die Kapitalvergabe originärer Investoren ebenfalls zunimmt. Das gleiche gilt für die Bereitstellung staatlicher Förderung. Auch der Staat lässt sich in seinem Förderangebot in erheblichem Umfang von der Ausprägung des Finanzierungsumfeldes leiten (Jugel 2003).

reich ausgeweitet. Dennoch waren auch nach 2002 sämtliche Kapitalgebergruppen auf dem deutschen Kapitalmarkt mit ihren entsprechenden Angeboten in merklichem Umfang vertreten. So kann diese Zeit als quantitativ schwach bezeichnet werden. Abgesehen von den Problemen der kleinvolumigen Eigenkapitalbereitstellung und der Unmöglichkeit von Börsenfinanzierungen existierten keine gravierenden qualitativen Angebotsengpässe. Die Übergänge zwischen den einzelnen Phasen sind dabei aufgrund der nicht sinnvollen starren Begriffsabgrenzung sowie der Komplexität und Datenvielfalt fließend. Die vorgenommene Bestimmung unterschiedlicher Kapitalumfeldtypen ist daher über Kritik, insbesondere an der Stringenz des Vorgehens, nicht erhaben. Sie bildet einen ersten, in der bisherigen Literatur noch nicht beschrittenen Ansatz hin zu einer Bestimmung unterschiedlicher Kapitalumfeldtypen und sollte in folgenden Arbeiten weiter verfeinert werden.

Abbildung 11: Finanzierungsumfeldtypen in Deutschland im Zeitablauf



4 Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Die vorliegende Arbeit befasst sich mit der qualitativen und quantitativen Ausprägung des Finanzierungsumfeldes junger Unternehmen in Deutschland. Als das Kapital- bzw. Finanzierungsumfeld wird somit die Gesamtheit von Art und Umfang der externen Kapitalbedarfsdeckung der Unternehmen angesehen. Der Autor zeigt die Einflussfaktoren der jeweiligen Beschaffenheit des Finanzierungsumfeldes auf und leitet idealtypische Kapitalumfeld-Typen ab. Im Anschluss erfolgt eine ausführliche Beschreibung des Finanzierungsumfelds junger Unternehmen in Deutschland im zeitlichen und internationalen Vergleich differenziert nach unterschiedlichen Kapitalgebergruppen und Börsenfinanzierungen. Je nach Verfügbarkeit der Daten wird die Entwicklung des Kapitalangebots von 1980 bis 2005 dargestellt und um Entwicklungsaussichten ergänzt. Unter Berücksichtigung der gesammelten Daten, erfolgt die Bestimmung realer Kapitalumfeldtypen.

Die Untersuchung macht deutlich, dass die Jahre 1997 bis 2002 durch eine hohe Qualität und eine hohe Quantität bei der Kapitalversorgung von JU geprägt waren. Davor handelte es sich um ein Fremdkapital- bzw. Kreditinstituts-dominiertes Umfeld. In der Zeit danach fiel die Quantität der Kapitalversorgung deutscher JU über alle betrachteten Marktsegmente hinweg gering aus. Das Finanzierungsumfeld kann in dieser Zeit als Qualitäts-dominiert bezeichnet werden, da trotz des geringen Umfangs vielfältige Akteursgruppen und Arten von Finanzierungsangeboten am Markt verfügbar waren.

Entsprechend dem Eingangs formulierten Ziel stellt die vorliegende Analyse einen möglichen Ansatz dar, die Ausprägung des Finanzierungsumfeldes von JU zu systematisieren und für weitere wissenschaftliche Untersuchungen zugänglich zu machen. Die Arbeit zeigt jedoch auf, dass für zahlreiche Finanzierungsoptionen Daten nicht in erforderlicher Weise verfügbar sind, mit denen sich das Finanzierungsumfeld bezogen auf das jeweilige Kapitalmarktsegment charakterisieren ließe. Zukünftige wissenschaftliche Arbeiten müssen daher weitere Basisarbeit verrichten, um entsprechende Indikatoren zu entwickeln und die dazugehörigen Daten verfügbar zu machen. Das gilt insbesondere für die Betrachtung der Privatpersonen, der Unternehmen sowie der Kreditinstitute als Kapitalgeber von JU.

Die Analyse spiegelt wider, dass im Hinblick auf die Anzahl der insgesamt finanzierten JU insbesondere Kreditinstitute, der Staat sowie Privatpersonen die wichtigsten Kapitalgebergruppen darstellen. Bezogen auf das Volumen, zumindest ab 1997, waren Kapitalbeteiligungsgesellschaften ebenfalls bedeutsam. Verschiebt sich der Betrachtungsfokus vom Gesamtmarkt der JU auf einzelne spezifische Nachfragergruppen, d. h. unterschiedliche Unternehmenstypen, ändert sich das Bild jedoch erheblich. Aus der vorgenommenen Charakterisierung des Investitionsverhaltens der Kapi-

talanbieter lässt sich ableiten, dass die einzelnen Kapitalgebertypen sich auf unterschiedliche Unternehmensgruppen konzentrieren.

Abgeleitet vom Grundverständnis arbeitsteiliger Wirtschaftsprozesse und der Relevanz einer hohen Bedeutung sämtlicher Unternehmensgruppen für eine erfolgreiche volkswirtschaftliche Entwicklung muss daraus die Schlussfolgerung gezogen werden, sämtlichen Kapitalgebertypen eine hohe Bedeutung für die Finanzierung von JU beizumessen. Dies gilt insbesondere auch für die Gruppe der Kreditinstitute, da deren Rolle in der Diskussion zur Verbesserung der Gründungsfinanzierung oft unterschätzt wird.

Die Auswertung der gesammelten Daten verdeutlicht eine starke Schwankungsbreite des Kapitalangebots in den jeweiligen Kapitalmarktsegmenten. Entwickelt sich das Kapitalangebot dabei unabhängig von der Kapitalnachfrage und kommt es dadurch zu Angebotsengpässen, steigert dies die Finanzierungsprobleme junger Unternehmen. Stehen keine Alternativangebote zur Verfügung und passen die Unternehmen ihr Verhalten nicht dem jeweiligen Kapitalumfeld an, gehen solche Kapitalangebotsengpässe nicht selten mit einem starken Anstieg sich in finanziellen Schwierigkeiten befindlicher Unternehmen einher (Pleschak et al. 2002b). Für die Unternehmen lässt sich daraus die Schlussfolgerung ableiten, ihr Finanzierungsverhalten und letztendlich ihr strategisches und operatives Verhalten mit dem jeweiligen Kapitalumfeld in Einklang zu halten. So kann es notwendig sein, seine "Segel in den Wind zu stellen" und nicht unablässig zu versuchen, die nach anderen Beurteilungskriterien (z. B. Kosten, Steuern, Unabhängigkeit, Unterstützung) vermeintlich optimale Finanzierung zu erhalten. Vielmehr kann der Blick auf aktuelle Entwicklungen am Finanzmarkt helfen, kurz- und langfristige Probleme bei der Sicherstellung der Liquiditätsausstattung der Unternehmen zu vermeiden.

Andere Empfehlungen lassen sich darüber hinaus an die Ebene der Wirtschaftspolitik richten. Danach könnte die öffentliche Hand durch ihr Wirken Schwankungen beim Umfang der Kapitalbereitstellung durch entsprechende Rahmensetzungen nicht aufkommen lassen bzw. soweit möglich durch entsprechende Förderanreize ausgleichen (Gompers 1994a; Gompers 1994b; Lerner 2002; Schefczyk 2004). Das steht jedoch, abgesehen von Zuschuss-basierten Programmen, im Gegensatz zur aktuellen Finanzierungsförderung von JU in Deutschland und der EU. Unter der Prämisse einer marktorientierten Förderung werden bei den meisten aktuellen Förderprogrammen in Deutschland die Entscheidungen über die Vergabe der Fördermittel an die Entscheidungen privater Kapitalgeber gekoppelt. Dies gilt für fast alle Förderdarlehen, wie auch für die bundesdeutsche fondsgebundene Beteiligungskapitalförderung.

5 Literatur

- Achleitner, A./Poech, A. (2004): *Familienunternehmen und Private Equity: Die psychologischen Bruchstellen*. München: Apax Partners.
- Afhüppe, S./Burgmaier, S./Esterhazy, Y./Gutowski, K./Müller, V./Reimer, H. (2003): Günstiger Zeitpunkt, *Wirtschaftswoche*, 51, 11.12.2003.
- Amador, B. (1999): Aktivitäten renditeorientierter Kapitalbeteiligungsgesellschaften. In: Amador, M./Lohmann, K./Pleschak, F. (Hrsg.): *Beteiligungskapital in der Unternehmensfinanzierung*. Wiesbaden: DUV, 61-73.
- Anders, U./Szczyzny, A. (1996): Prognose von Insolvenzwahrscheinlichkeiten mit Hilfe logistischer neuronaler Netzwerke. Eine Untersuchung von kleinen und mittleren Unternehmen, Discussion Paper, Nr. 27. Mannheim: ZEW.
- Aram, J. (1989): Attitudes and behaviours of informal investors toward early-stage investments, technology-based ventures and coinvestors, *Journal of Business Venturing*, 4, 333-347.
- Asche, S. (2002): Kasse ist halb voll. Business Angel Panel, *VDI nachrichten*, 24.05.2002.
- Asche, S. (2003a): Wege zum himmlischen Geldsegen, *VDI nachrichten*, 38, 19.09.2003, 24.
- Asche, S. (2003b): Weniger Steuern statt immer mehr Zuschüsse, *VDI nachrichten*, 14, 04.04.2003, 8.
- Asche, S. (2004a): Für Gründer bleibt Geld knapp, *VDI nachrichten*, 6, 06.02.2004, 14.
- Asche, S. (2004b): Gute Zeiten für etablierte Geldgeber, *VDI nachrichten*, 9, 27.02.2004, 26.
- ASU (2003): *Unternehmerische Freiheit durch stabile Finanzen - Leitfaden für eine moderne Mittelstandsfinanzierung*. Berlin: Arbeitsgemeinschaft Selbständiger Unternehmer e.V.
- AVCAL (2004): *Why and how to invest in private equity*. Sydney: Australian Venture Capital Association Limited.
- Bagella, M./Becchetti, L. (1997): Relative effectiveness of national systems of finance, investment and innovation. In: Bagella, M. (Hrsg.): *Finance, Investment and Innovation*. Aldershot: Ashgate, 11-66.
- Baker, M./Gompers, P. (1999): The Determinants of Board Structure and Function in Entrepreneurial Firms, Working Paper. Boston: Harvard Business School.
- Bannock Consulting (2001a): *Corporate venturing in Europe*. London: Bannock Consulting Ltd.
- Bannock Consulting (2001b): *Innovative Instruments for Raising Equity for SMEs in Europe*. Brussels: European Commission.
- Barret, S./Colenutt, D./Foster, R./Glynn, D./Jaffer, S./Jones, I./Ridyard, D. (1990): An Evaluation of the Loan Guarantee Scheme, Research paper, Nr. 74. London: Employment Group.
- Bascha, A./Walz, U. (2000): Convertible securities and optimal exit decisions in venture capital finance, *Journal of Corporate Finance*, 7, 285-306.

- Bascha, A./Walz, U. (2002): Financing Practices in the German Venture Capital Industry. An empirical assessment, Working paper, Nr. 8. Frankfurt am Main: Center for financial studies an der Johann Wolfgang Goethe Universität.
- Bell, M. (1998): Der informelle Venture Capital-Markt, *Sparkasse*, 115, 301-306.
- Bell, M. (1999): Venture Capital, *WISU*, 28, 53-54.
- Bell, M. (2001): *Venture Capital-Finanzierung durch Wandelpapiere*. Frankfurt am Main: Peter Lang.
- Berndt, H./Forndran, H./Schmidt, G.A. (1994): Leistungen der Sparkassenorganisation in den neuen Bundesländern – eine Gesamtbilanz, *Sparkasse*, 111, 106.
- Birkinshah, J./Hill, S. (2003): Corporate Venturing Performance: An Investigation into the Applicability of Venture Capital Models. Online: http://www.london.edu/assets/documents/PDF/Corporate_Venturing_Performance.pdf#search=%22Chesbrough%202000%22 (abgerufen am: 23.09.2006).
- Bitz, M. (1989): Erscheinungsformen und Funktionen von Finanzintermediären, *WiSt*, 10, 430-436.
- Black, B./Gilson, R. (1997): Venture capital and the structure of capital markets: bank versus stock markets, *Journal of Financial Economics*, 47, 243-277.
- Boot, A.W.A./Thakor, A.V. (2006): Can relationship banking survive competition?, *The Journal of Finance*, 55, 679-713.
- Brettel, M./Jaugey, C./Rost, C. (2000): *Business Angels. Der informelle Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland*. Wiesbaden: Gabler.
- Breuer, W. (1993): *Finanzintermediation im Kapitalmarktgleichgewicht*. Wiesbaden: Gabler.
- Brigham, E./Gapenski, L. (1997): *Financial Management*. Fort Worth: Dryden Press.
- Burgmaier, S. (2004): Zeit zum Umdenken, *Wirtschaftswoche*, 11, 04.03.2004, 70-74.
- Bygrave, D./Timmons, J. (1999): Venture Capital: predictions and outcomes. In: Wright, M./Robbie, K. (Hrsg.): *Management buy outs and venture capital*, Cheltenham-Edward Elgar.
- Bygrave, W./Hay, M./Ng, E./Reynolds, P. (2003): Executive forum: a study of informal investing in 29 nations composing the Global Entrepreneurship Monitor, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 5, 101-116.
- Champenois, C./Engel, D./Heneric, O. (2004): The birth of German Biotechnology Industry: Did Venture Capital run the Show?, Discussion paper, Nr. 04-09. Mannheim: ZEW.
- Chesbrough, H.W. (2000): Designing corporate ventures in the shadow of private venture capital, *California Management Review*, 42, 31-49.
- Commerzbank (2005a): CB MezzCAP sorgt für mehr Eigenkapital beim deutschen Mittelstand. Pressemitteilung vom 12. Mai 2005. Online: <https://www.commerzbank.de/presse/aktuell/index.html> (abgerufen am: 19.05.2005).
- Commerzbank (2005b): Commerzbank investiert in Geschäftskundenberatung / 50.000 Neukunden angestrebt. Pressemitteilung vom 10. Mai 2005. Online: <https://www.commerzbank.de/presse/aktuell/index.html> (abgerufen am: 19.05.2005).
- Connolly, J. (2004): Debt market considerations for today's borrowers seeking. The optimal capital structure, *Bank Loan Report*, 13.09.2004, 8-9.

- Coveney, P./Moore, K. (1998): *Business angels: securing start up finance*. Chichester: John Wiley & Sons.
- Creditreform (2004): *Insolvenzen, Neugründungen, Löschungen. 1. Halbjahr 2004*. Neuss: Creditreform.
- Daferner, S. (1999): *Eigenkapitalausstattung von Existenzgründungen im Rahmen der Frühphasenfinanzierung*. Sternenfels: Wissenschaft und Praxis.
- Deakins, D./Freel, M. (2003): *Entrepreneurship and small firms. 3. ed.* Berkshire: McGraw Hill.
- Deakins, D./Philpott, T. (1993): *Comparative European Practices in the Finance of Small Firms*. Birmingham: University of Central England Business School.
- Deloitte & Touche (2006): Private Equity Survey. Online: http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/PE_D_Q3_2005.pdf (abgerufen am: 09.01.2006).
- Detken, A. (2002): Die Entwicklung der Kreditneuzusagen, MakroScope, Nr. 1. Frankfurt am Main: Kreditanstalt für Wiederaufbau.
- Deutsche Bank (1999): *Business Angel Venture. Informationsbroschüre*. Frankfurt am Main: Deutsche Bank.
- Deutsche Bundesbank (2003): Deutsche Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet, *Monatsbericht*, 55/6, 69-78.
- Deutsche Bundesbank (2004): Recent developments in the corporate bond market, Monthly Report, Nr. 4. Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank.
- Dietl, H. (1998): *Capital markets and corporate governance in Japan, Germany and the United States*. London: Routledge.
- Dietrich, R./Krcmar, H. (1999): Portfolio-orientierte Kreditentscheidung im Firmenkundengeschäft, *Kreditwesen*, 12, 1187-1193.
- Doberanzke, V. (1993): *Exklusive Finanzierung mittelständischer Unternehmen*. Wiesbaden: Gabler.
- DSGV (2004a): *Geschäftszahlen 2003*. Berlin: Finanzgruppe Deutscher Sparkassen und Giroverband.
- DSGV (2004b): *Märkte 2003*. Berlin: Finanzgruppe Deutscher Sparkassen und Giroverband.
- Effenberger, D. (2003): Kreditderivate - Implikationen für die Kapitalmärkte, *Deutsche Bank Research - Aktuelle Themen*, 272, 1-14.
- Einicke, D. (1999): Vorteile eines Listings am Neuen Markt sowie Für und Wider eines Börsengangs an den internationalen Börsen Nasdaq oder Easdaq. In: Amador, M./Lohmann, K./Pleschak, F. (Hrsg.): *Beteiligungskapital in der Unternehmensfinanzierung*. Wiesbaden: DUV, 255-272.
- Engel, D. (2001): Venture Capital Finanzierung führt zu höherem Beschäftigungswachstum, ZEW-Gründungsreport, Nr. 2. Mannheim: ZEW.
- Engel, D. (2002a): Welche Regionen profitieren von Venture Capital-Aktivitäten, ZEW Discussion Paper, Nr. 02-37. Mannheim: ZEW.
- Engel, D. (2002b): Zur Rolle von Beteiligungsgesellschaften in ihren Portfoliounternehmen, ZEW Discussion Paper, Nr. 02-58. Mannheim: ZEW.

- Engel, D./Keilbach, M. (2002): Firm Level Implications of Early Stage Venture Capital Investment, ZEW Discussion Paper, Nr. 02-82. Mannheim: ZEW.
- Engerer, H./Schrooten, M. (2004): Deutscher Bankensektor im Umbruch – Sparkassen und Genossenschaftsbanken relativ gut positioniert, Wochenbericht, Nr. 24. Berlin: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung.
- Europäische Kommission (2000): *Dritte Gesprächsrunde der Banken und KMU. Abschlussbericht*. Brüssel: Europäische Kommission.
- Europäische Kommission (2001a): *Mitteilung der Kommission an den Rat und das europäische Parlament über die Umsetzung des Risikokapitalaktionsplans (PCAP)*. Brüssel: Europäische Kommission.
- Europäische Kommission (2001b): Staatliche Beihilfen und Risikokapital. Mitteilung der Europäischen Kommission vom 21.08.2001. Online: <http://europa.eu.int/scadplus/leg/de/lvb/126081.htm> (abgerufen am: 20.05.2003).
- Europäische Kommission (2001c): *Zugang zu Finanzmitteln für Unternehmen. SEK 1667*. Brüssel: Europäische Kommission.
- Europäische Kommission (2003): Benchmarking des Business-Angel-Marktes, Best-Berichte, Nr. 1. Brüssel: Europäische Kommission.
- European Commission (2000): *Funding of new technology based firms by commercial banks in Europe*. Brussels: European Commission.
- European Commission (2001): *Informal investors and high-tech entrepreneurship*. Brussels: European Commission.
- European Commission (2003): *Summary Report. The public debate following the Green Paper 'Entrepreneurship in Europe'*. Brussels: European Commission.
- Evans, D. (1998): Sorgen aus der Ferne – Wo sind die Neugründungen?, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 51, 228-230.
- EVCA (2003a): *Benchmarking European Tax and Legal Environments*. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association.
- EVCA (2003b): *EVCA White Paper*. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association.
- EVCA (2003c): Policy priorities for private equity – fostering long term economic growth. White paper. Online: http://194.7.124.176/html/euro/policy_paper.asp (abgerufen am: 29.09.2003).
- EVCA (2005): *Corporate Venture Capital Report 2005*. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association.
- Evelo, M./Schilling, C. (2001): Regionale Venture Capital Gesellschaften: Erwartungen aus Sicht beteiligter Kreditinstitute, *Kreditwesen*, 20, 1138-1139.
- Feinendegen, S./Hommel, U./Wright, M. (2001): Stand der Beteiligungskapitalfinanzierung in Deutschland, *Finanz Betrieb*, 10, 569-578.
- Fleischer, P. (2002): Eine Chance, *RKW Magazin*, September 2002, 11.
- Franke, D. (2001): Beteiligungsmarkt vor der Konsolidierung, *Die Bank*, 9, 664-666.
- Franke, G./Hax, H. (1999): *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt. 4. Auflage*. Heidelberg: Springer.

- Frankenberger, W. (2001): *Mittelstandsgerechte Ausgestaltung des internen Ratings*. München: Bayerisches Staatsministerium für Wirtschaft, Verkehr und Technologie.
- Friedrichs, H. (2001): Ergebnisse vergleichender Bilanzanalysen für französische und deutsche Unternehmen, *KfW-Research.Mittelstands- und Strukturpolitik*, 23, 45-59.
- Gemmingen, M. (1999): *Die mögliche Bedeutung von Business Angels für Technologieorientierte Unternehmensgründungen. Seminar zur Wirtschaftspolitik SS 1999*. Freiburg: Technische Universität Bergakademie.
- Gerke, W./Pfeufer, G. (1995): Finanzintermediation. In: Gerke, W. (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens. 2. Auflage*, 727.
- Gerke, W./Burra, A. (2001): Erschließung des Risikokapitalmarktes für junge Wachstumsunternehmen. In: Breuer, R.-E. (Hrsg.): *Handbuch Finanzierung*. Wiesbaden: Gabler, 469-493.
- Gerybadze, A. (1999): Internationale Venture Capital Märkte: Evolutorische Dynamik und Bedingungen nachhaltigen Wachstums. In: Amador, M./Lohmann, K./Pleschak, F. (Hrsg.): *Beteiligungskapital in der Unternehmensfinanzierung*. Wiesbaden: DUV, 29-49.
- Gerybadze, A./Müller, R. (1990): *Finanzierung von technologieorientierten Unternehmensgründungen. Zur Hypothese der Kapitalmarktdiskrepanz in der BRD. Bericht zur Projektbegleitung zu den Modellversuchen TOU und BJTU*. Karlsruhe: Fraunhofer-Institut für Systemtechnik und Innovationsforschung.
- Gintschel, A./Hackethal, A. (2004): Multi-Bank-Loan Pool Contracts, Working Paper, Nr. 129. Frankfurt am Main: Universität.
- Golla, S. (2000): *Struktur der Gründungs- und Wachstumsfinanzierung von Technologieunternehmen. Diplomarbeit*. Freiburg: Technische Universität Bergakademie.
- Gompers, P. (1994a): A note on the venture capital industry, Unpublished class notes, Nr. 9-295-065. Boston: Harvard Business School.
- Gompers, P. (1994b): The Rise and Fall of Venture Capital, *Business Economic History*, 23, 1-26.
- Gorman, M./Sahlman, W. (1989): What Do Venture Capitalists Do?, *Journal of Business Venturing*, 4, 231-248.
- Grosser, T. (2003): Der Weg an die Börsen ist versperrt, *VDI nachrichten*, 1, 10.01.2003, 16.
- Grünbichler, A./Keiber, K. (1999): Zur Finanzierungsproblematik von Gründungsunternehmen aus optionstheoretischer Sicht, *ZfB-Ergänzungsheft*, 3, 151-168.
- Günther, S./Lessel, M./Pleschak, F./Westerhausen, J./Wolf, B. (2003): Innovation in kleinen und mittelständischen Unternehmen Thüringens: Konzeption einer technologieorientierten Innovationsberatung. In: Pleschak, F./Westerhausen, J. (Hrsg.): *Technologiepotenziale im Freistaat Thüringen*. Stuttgart: Fraunhofer IRB, 97-145.
- Guthoff, A./Pfungsten, A./Schuermann, T. (1999): Die Zukunft des Kreditgeschäfts, *Kreditwesen*, 21, 1182-1186.
- Guthoff, M. (2002): Private Equity im Einfluss des Börsenklimas, *Die Bank*, 4, 244-247.
- Hackethal, A./Schmidt, R. (2000): Finanzsystem und Komplementarität, *Kredit und Kapital*, Beiheft 15, 53-102.

- Hale, S./Hackbert, P. (1998): Contribution of formal and informal venture capital investors to value creation by firms in which they invest. In: Center for Entrepreneurial Studies, Babson College (Hrsg.): *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Waltham: P&R Publications.
- Hanny, S. (2004): Offensive verliert ihren Schwung, *VDI nachrichten*, 8, 20.02.2004, 6.
- Härdle, W./Moro, R./Schäfer, D. (2004): Rating Companies with Support Vector Machines, Discussion Paper, Nr. 416. Berlin: DIW.
- Heid, F./Porath, D./Stolz, S. (2003): Does Capital Regulation Matter for Bank Behaviour?, Working Paper, Nr. 1192. Kiel: Institute for World Economics.
- Heitzer, B. (2000): *Finanzierung junger innovativer Unternehmen durch Venture Capital-Gesellschaften*. Lohmar: Josef Eul.
- Heitzer-Priem, U. (2002): Money makes the world go round, *RKW Magazin*, Dezember 2002, 26-27.
- Hellmann, T./Puri, M. (1998): The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital, Working paper, Nr. 10/05/98. Stanford: University.
- Hellmann, T./Lindsey, L./Puri, M. (2004): Building relationships early. Banks in venture capital, NBER working paper series, Nr. W 1 (10535). Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Hemer, J. (o.J.): *Flügel angesengt? Die deutsche Business Angel Szene im Jahre 2004. Unveröffentlichtes Buchmanuskript*.
- Hemer, J. (1999): Business-Angels und junge Technologieunternehmen. In: Koschatzky, K./Kulicke, M./Nellen, O./Pleschak, F. (Hrsg.): *Finanzierung von KMU im Innovationsprozeß – Akteure, Strategien, Probleme*. Stuttgart: Fraunhofer IRB Verlag, 103-111.
- Hemer, J./Füger, S./Just, C./Lange, S./Nellen, O./Ossenkopf, B./Schmidt, I./Stummer, F. (2001): *Business Angel Venture. Endbericht zur Pilotphase für die Deutsche Bank AG*. Karlsruhe: Fraunhofer-Institut für Systemtechnik und Innovationsforschung.
- Hemer, J./Füger, S./Just, C./Lange, S./Schmidt, I./Stummer, F. (1999): *Business Angel Venture. Endbericht zur Konzeptphase für die Deutsche Bank AG*. Karlsruhe: Fraunhofer-Institut für Systemtechnik und Innovationsforschung.
- Heumann, D. (2004): Deutsche Banken: Happen für die Branchenriesen, *VDI nachrichten*, 7, 13.02.2004, 19.
- Higgins, R. (1995): *Analysis for financial management. 4. Auflage*. Chicago: Irwin.
- Hipp, C. (2001): *Finanzierung von Dienstleistungsunternehmen*. München: Bayerisches Staatsministerium für Wirtschaft, Verkehr und Technologie.
- Hirn, W. (1998): Engel auf Erden, *Manager Magazin*, 11, 152-166.
- Hommel, U./Schneider, H. (2003): Financing the German Mittelstand, *BB Papers*, 7, 52-90.
- Hoppenstedt, D. (2004): Leistungsfähigkeit des deutschen Bankenmarktes, Fakten, Analysen, Positionen, Nr. 2. Berlin: Deutscher Sparkassen- und Giroverband.
- Hoppenstedt, D. (2005): Für Kunden der Sparkassen ändert sich nichts – Informationen zu Anstaltslast und Gewährträgerhaftung, Fakten, Analysen, Positionen, Nr. 16. Berlin: Deutscher Sparkassen- und Giroverband.

- Horst, P./Krüger, P. (1999): *Business Angel. Genussrechtskapital in jungen wachstumsorientierten Unternehmen*. Bonn: BAND.
- Hunsdiek, D./May-Strobl, E. (1987): Gründungsfinanzierung durch den Staat, IfM-Schriften zur Mittelstandsforschung, Nr. 17. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- IfM (2003): *Der industrielle Mittelstand. Eine Erfolgsstory ohne Ende*. Bonn: Institut für Mittelstandsforschung.
- Industry Commission (1991): *Availability of capital*. Canberra: Australian Government Publishing Service.
- Jeng, L.A./Wells, P.C. (2000): The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries, *Journal of Corporate Finance*, 6, 241-289.
- Jestaedt, A. (1999): Electronic Public Offerings via Internet als innovative Perspektive der Risikokapitalakquisition mittelständischer Unternehmen. In: Amador, M./Lohmann, K./Pleschak, F. (Hrsg.): *Beteiligungskapital in der Unternehmensfinanzierung*. Wiesbaden: DUV, 219-231.
- Jugel, S. (2001): Der Leistungsstand deutscher Teilungsbesellschaften: Stand Dezember 2001, Wiesbaden: Fachhochschule. Online: <http://www.competence-site.de/ebusiness.nsf/3c26e7f55f24138ac125691800380650/7c999c225403b428c1256b1b002f3f7b!OpenDocument> (abgerufen am: 14.11.2004).
- Jugel, S. (2003): Populistischer Aktionismus, *VDI nachrichten*, 10.10.2003.
- Just, C. (2000): *Business Angels und technologieorientierte Unternehmensgründungen*. Stuttgart: Fraunhofer IRB Verlag.
- Just, C./Hemer, J. (2000): *Business Angels und ihr Bedarf nach externer Unterstützung zur Beseitigung von Informationsdefiziten*. Karlsruhe: Fraunhofer-Institut für Systemtechnik und Innovationsforschung.
- Kamp, M./Losse, B. (2004): Sustainz, *Handelsblatt*, 14, 25.03.2004, 25-29.
- Kanniainen, V./Keuschnigg, C. (2001): Start up investment with scarce venture capital support, CESifo Workingpaper, Nr. 439.
- Kayser, G./Kokalj, L. (2002): Mittelständische Unternehmen in Deutschland – Anmerkungen zur Finanzierung nach Basel II, *Kreditwesen*, 3-4, 112-116.
- Keil, T. (2001): External Corporate Venturing – Exploration and Exploitation, Working Paper. Helsinki: Institute of Strategy and International Business Series 2001/2.
- KfW (2002): *Unternehmensfinanzierung: Die Finanzierungsperspektiven deutscher Unternehmen im Zeichen von Finanzmarkt看andel und Basel II. Auswertung der Unternehmensbefragung 2001*. Frankfurt am Main: Kreditanstalt für Wiederaufbau.
- KfW (2003a): *Beteiligungskapital in Deutschland: Anbieterstrukturen, Verhaltensmuster, Marktlücken und Förderbedarf*. Frankfurt am Main: Kreditanstalt für Wiederaufbau.
- KfW (2003b): *Unternehmensfinanzierung in schwierigem Fahrwasser. Wachsende Finanzierungsprobleme im Mittelstand. Auswertung der Unternehmensbefragung 2002*. Frankfurt am Main: Kreditanstalt für Wiederaufbau.
- KfW (2004a): *Neue Finanzierungsinstrumente für mehr Innovation*. Frankfurt am Main: Kreditanstalt für Wiederaufbau.

- KfW (2004b): *Unternehmensfinanzierung: Noch kein Grund zur Entwarnung. Aber Fortschritte bei der Anpassung an neue Spielregeln des Finanzmarktes. Auswertung der Unternehmensbefragung 2003/2004*. Frankfurt am Main: Kreditanstalt für Wiederaufbau.
- KfW (2005a): *Das Geschäftsklima im deutschen Beteiligungskapitalmarkt. Entwicklung und Einflußfaktoren*. Frankfurt am Main: Kreditanstalt für Wiederaufbau.
- KfW (2005b): *Unternehmensfinanzierung: Immer noch schwierig, aber erste Anzeichen einer Besserung. Auswertung der Unternehmensbefragung 2005*. Frankfurt am Main: Kreditanstalt für Wiederaufbau.
- KfW (2006): *Entwicklung und Determinanten des Zugangs zu Bankkrediten*, KfW-Research. Mittelstands- und Strukturpolitik, Nr. 35. Frankfurt am Main: Kreditanstalt für Wiederaufbau.
- Klein, M. (2003): *Die Privatisierung der Sparkassen und Landesbanken. Begründungen, Probleme und Möglichkeiten aus ökonomischer und rechtlicher Perspektive*, Europäische Hochschulschriften, Reihe 5. Frankfurt am Main.
- Knobloch, A. (2001): *Die Staatliche Gründungsfinanzierung aus agency-theoretischer Sicht*, *ZfB*, 71, 1459-1484.
- Koetter, M./Nestmann, T./Stolz, S./Wedow, M. (2004): *Structures and Trends in German Banking*, Working Paper, Nr. 1225. Kiel: Institute for World Economics.
- Kohn, H. (1998): *Externe Industrieforschungseinrichtungen im Wettbewerb*, Schriftenreihe, Nr. 5. Dresden: Verband innovativer Unternehmen.
- Kokalj, L./Pfaffenholz, G./Moog, P. (2003): *Neue Tendenzen in der Mittelstandsfinanzierung*, Schriften zur Mittelstandsforschung, Nr. 99. Bonn: Institut für Mittelstandsforschung.
- Körting, T. (2000): *Finanzierungsrestriktionen bei asymmetrischer Information und ihre Auswirkungen auf die Investitions- und Innovationstätigkeit von Unternehmen*. Mannheim: ZEW.
- Krafft, L. (2006): *Entwicklung räumlicher Cluster. Das Beispiel Internet- und E-Commerce-Gründungen in Deutschland*. Wiesbaden: DUV.
- Krahen, P. (1998): *Finanzierungstheorie: Ein selektiver Überblick*, Arbeitspapier, Nr. 15. Frankfurt am Main: Johann Wolfgang Goethe-Universität.
- Krüger, H. (2002): *Steuerliche Aspekte des Corporate Venture Capital*, *Finanz Betrieb*, 1, 57-70.
- Kuhlbrodt, M. (2003): *Die Finanzierung von Start-ups aus Bankensicht. Ein Anwendungsfall strukturierter Finanzierungen*, Europäische Hochschulschriften, Nr. Reihe 5. Frankfurt am Main.
- Kulicke, M. (1999): *Situation des deutschen Marktes für Beteiligungskapital – Stellung im internationalen Vergleich*. In: Amador, M./Lohmann, K./Pleschak, F. (Hrsg.): *Beteiligungskapital in der Unternehmensfinanzierung*. Wiesbaden: DUV, 17-27.
- Kulicke, M. (2000): *Finanzierungsbedarf (Höhe, Art) und Finanzierungsprobleme bei Existenzgründungen im Dienstleistungsbereich*. Stuttgart: Fraunhofer IRB.
- Kulicke, M./Wupperfeld, U. (1996): *Beteiligungskapital für junge Technologieunternehmen*. Heidelberg: Physica-Verlag.
- Kunkel, A. (2005): *Kreditklima für Unternehmen aufgeheitert*, *ifo Schnelldienst*, 7, 45-46.

- Lau, G./Ossenkopf, B./Pleschak, F./Schulze, M./Wolf, B. (2003): Wachstum junger FuE-intensiver Unternehmen im Freistaat Thüringen. In: Pleschak, F./Westerhausen, J. (Hrsg.): *Technologiepotenziale im Freistaat Thüringen*. Stuttgart: Fraunhofer IRB, 53-96.
- Laux, C. (1993): Handlungsspielräume im Leistungsbereich des Unternehmens: eine Anwendung der Optionspreistheorie, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 45, 933-958.
- Lerner, J. (2002): When Bureaucrats meet Entrepreneurs: The Design of Effective Public Venture Capital Programmes, *The Economic Journal*, 112, 73-84.
- Lessat, V./Hemer, J./Eckerle, T./Kulicke, M./Licht, G./Nerlinger, E. et al. (1999): *Beteiligungskapital und technologieorientierte Unternehmensgründungen*. Wiesbaden: Gabler.
- Lindlar, H. (2003): Risikokapitalgeber suchen Schulterchluss, *VDI nachrichten*, 38, 19.09.2003, 25.
- Linneweber, S. (2003): Weniger Hilfe vor der Haustür, *VDI nachrichten*, 37, 12.09.2003, 27.
- Linneweber, S. (2004a): Clement: Herz für High-Tech, *VDI nachrichten*.
- Linneweber, S. (2004b): In Deutschland gibt es kaum Geld, *VDI nachrichten*, 16, 16.04.2004, 19.
- Lüdke, U./Hülsbömer, A. (2002): Venture Capital Gesellschaften im Test, *Finance*, 02, 14-35.
- Mackewicz und Partner (1997): *Venture Capital und Corporate Venture Capital vor dem Hintergrund notwendiger Finanzierungsalternativen für innovative Existenzgründungen und junge Technologieunternehmen*. München: Mackewicz und Partner.
- Mackewicz und Partner (2003): *Corporate Venture Capital – Window on the world*. München: Mackewicz und Partner.
- Mackewicz und Partner (2004): Institutionelle Investoren und deren Aktivitäten im Hinblick auf die alternative Anlageklasse Private Equity. Online: http://www.fhpe.de/vc-panel/Institutionelle_Investoren.pdf (abgerufen am: 15.09.2006).
- Mackewitz, D./Fleischhauer, U. (2005): Steigende Secondary-Volumina. Private Equity-Märkte gewinnen an Reife und Robustheit, *Venture Capital*, 2, 30-33.
- Maisch, S./Landgraf, R./Schnell, C. (2004): Deutsche Unternehmen drängen an die Börse, *Handelsblatt*, 26.02.2004.
- Marsden Jacob Council (1995): *Financing Growth. Policy options to improve the flow of capital to Australia's small and medium enterprises*. Canberra: The National Investment Council.
- Martin, R./Berndt, C./Klagge, B./Sunley, P./Herten, S./Sternberg, R. (2003): *Regional Venture Capital Policy: UK and Germany compared*: Anglo-German Foundation for the Study of Industrial Society.
- Mason, C./Harrison, R. (1995): Closing the regional equity capital gap: The role of informal venture capital, *Small Business Economics*, 7, 153-172.
- Maula, M./Autio, E./Murray, G. (2003): Prerequisites for the creation of social capital and subsequent knowledge acquisition in corporate venture capital, *Venture Capital*, 5, 117-134.

- Maula, M./Autio, E./Murray, G. (2005): Corporate Venture Capitalists and Independent Venture Capitalists: What do they know, Who do They Know and Should Entrepreneurs Care?, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 7, 3-21.
- Miles, M.P. (2002): Exploring the practice of corporate venturing: some common forms and their organizational implications. Online: http://goliath.ecnext.com/coms2/summary_0199-1556105_ITM (abgerufen am: 23.09.2006).
- Monnet, C./Quintin, E. (2005): Why do financial systems matter, Working Paper, Nr. 442. Frankfurt/Main: European Central Bank.
- Naser, S. (2001): *Möglichkeiten und Grenzen der Sparkassen bei der Mittelstandsfinanzierung*. München: Bayerisches Staatsministerium für Wirtschaft, Verkehr und Technologie.
- Nathusius, K. (2001): *Grundlagen der Gründungsfinanzierung*. Wiesbaden: Gabler.
- Neeley, N. (2004): bootstrap finance. In: Welsch, H. (Hrsg.): *Entrepreneurship the way ahead*. New York: Routledge.
- o.V. (2003): Besseres Klima für Gründer, *VDI nachrichten*, 51/52, 19.12.2003, 20.
- o.V. (2004a): Banken streben nach kuerzerer Zinsbindung, *Handelsblatt*, 31, 14.02.2004.
- o.V. (2004b): Kapitalbedarf und Rentabilität, *Gründerzeiten*, 7.
- o.V. (2006): Business Angels Panel. Online: http://www.vdi-nachrichten.com/vdi-nachrichten/studien/wirtschaft/ba_panel/index.asp (abgerufen am: 25.09.2006).
- OECD (1998): *Fostering Entrepreneurship*. Paris: OECD.
- OECD (2002): *STI outlook 2002: public and private financing of business R&D*. Paris: OECD.
- Osnabrugge, M. (1998): Comparission of Business Angels and Venture Capitalists, Working Paper: University of Oxford.
- Paffenholz, G. (2002): *Veränderungen im Finanzierungsumfeld des Mittelstandes. Vortrag anlässlich des Kongresses "Basel II – Herausforderungen für den Mittelstand" der Fachhochschule der Wirtschaft in Bergisch Gladbach*. Bonn: Institut für Mittelstandsforschung.
- Papa, U./Beyer, S. (2001): Venture Capital als Finanzierungsalternative innovativer Wachstumsunternehmen, *Finanz Betrieb*, 11, 627-638.
- Paul, M./Paul, S./Stein, S. (2003): *Szenen einer Ehe – Mittelstand und Banken in der Beziehungskrise*. Bochum: Institut für Kredit- und Finanzwirtschaft.
- Paul, S. (2004): Asset Backed Securities – Patentrezept für die Mittelstandsfinanzierung?, *WISU*, 10, 1230-1238.
- Paul, S./Stein, S./Thieme, J. (2004): Deflation, Kreditklemme, Bankenkrise – Erwacht Deutschlands Finanzierungsindustrie 2004 aus ihrem (medialen) Alptraum?, *ifo Schnelldienst*, 57, 14-23.
- Petersen, M./Rajan, R. (1995): The effect of credit market competition on lending relationship, *Quarterly Journal of Economics*, 1, 407-443.
- Petty, W./Martin, J. (1997): Financial practices among high-growth entrepreneurial firms. In: Center for Entrepreneurial Studies, Babson College (Hrsg.): *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Waltham: P&R Publications.

- Pichotta, A. (1990): *Die Prüfung der Beteiligungswürdigkeit von innovativen Unternehmen durch Venture Capital-Gesellschaften*. Bergisch Gladbach: Josef Eul.
- Pieper, C. (2005): *Banken im Umbruch. Strukturwandel im deutschen Bankensektor und regionalwirtschaftliche Implikationen*. Münster: LIT.
- Pleschak, F./Berteit, H./Ossenkopf, B./Stummer, F. (2002a): *Gründung und Wachstum FuE-intensiver Unternehmen. Untersuchungen in Ostdeutschland*. Heidelberg: Physica-Verlag.
- Pleschak, F./Ossenkopf, B./Wolf, B. (2002b): *Ursachen des Scheiterns von Technologieunternehmen mit Beteiligungskapital aus dem BTU-Programm*. Stuttgart: Fraunhofer IRB.
- Pleschak, F./Werner, H. (1998): *Technologieorientierte Unternehmensgründungen in den neuen Bundesländern*. Heidelberg: Physica.
- Pleschak, F./Wolf, B./Ossenkopf, B./Stummer, F. (2002c): *Wirksamkeit der FUTOUR-Förderung. Unveröffentlichte Studie für das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie*. Karlsruhe: Fraunhofer-Institut für Systemtechnik und Innovationsforschung.
- Posner, D. (1996): *Early Stage Finanzierungen. Spannungsfeld zwischen Gründern, Investoren und staatlichen Rahmenbedingungen*. Wiesbaden: Gabler.
- Rajan, R. (1999): Die Bank ist tot! Lang lebe die Bank! In: The University of Chicago Graduate School of Business/London Business School/The Wharton School of the University of Pennsylvania (Hrsg.): *Mastering Finance*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 406-416.
- Riding, A. (1996): *On the care and nature of the Loan Guarantee Programs*. Ottawa: Carleton University.
- Rindermann, G. (2004): Venture capitalist participation and the performance of IPO firms, Europäische Hochschulschriften, Nr. Reihe 5. Frankfurt am Main.
- Rodenstock, R. (2001): *Künftige Anforderungen an die Finanzierung des Mittelstandes*. München: Bayerisches Staatsministerium für Wirtschaft, Verkehr und Technologie.
- Röling, J. (2001): *Venture Capital und Innovation*. Lohmar: Josef Eul.
- Röper, B. (2004): *Eine empirische Untersuchung des Beteiligungsmanagements deutscher und US-amerikanischer Corporate Venture Capital-Investoren*. Bad Soden: Uhlenbruch.
- Rose, H. (1999): Securitization: Wertschöpfung durch Entbündelung. In: The University of Chicago Graduate School of Business/London Business School/The Wharton School of the University of Pennsylvania (Hrsg.): *Mastering Finance*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 279-286.
- Rudolf, M./Witt, P. (2002): *Bewertung von Wachstumsunternehmen*. Wiesbaden: Gabler.
- Rudolph, B./Fischer, C. (2000): Der Markt für Private Equity, *Finanz Betrieb*, 1, 49-56.
- Schäfer, B./Gerdiken, S. (2000): Das Beteiligungsgeschäft – ein neues strategisches Geschäftsfeld für Sparkassen, *Sparkasse*, 6, 253-258.
- Schefczyk, M. (1998): *Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

- Schefczyk, M. (2004): Vortragsunterlagen zum Ko-Referat zum Vortrag von Prof. Dr. Michael Fritsch "Technologietransfer durch Unternehmensgründungen – Was man realistisch erwarten kann" auf dem Gedenkkolloquium für Franz Pleschak "Den Wandel gestalten - Perspektiven des Technologietransfers im deutschen Innovationssystem" am 2. Juli 2004 an der TU Bergakademie Freiberg.
- Schertler, A. (2001): Venture Capital in Europe's common market: a quantitative description, Working Paper, Nr. 1087. Kiel: Institute of World Economies.
- Schertler, A. (2002a): Comparative Advantage of public loan and public equity schemes in venture capital markets, Working Paper, Nr. 1118. Kiel: Institute of World Economies.
- Schertler, A. (2002b): Path dependencies in Venture Capital Markets, Working Paper, Nr. 1120. Kiel: Institute of World Economies.
- Schertler, A. (2002c): Under what conditions do Venture Capital Markets emerge, Working Paper, Nr. 1119. Kiel: Institute of World Economies.
- Schertler, A. (2003): Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe, Working Paper, Nr. 1172. Kiel: Institute of World Economies.
- Schertler, A. (2004): Sources of Funds and Specialisation Patterns of European Venture Capital Investments, Working Paper, Nr. 1200. Kiel: Institute of World Economies.
- Schirmeister, R./Wippler, A. (1999): Die Bedeutung der Finanzintermediation für informelle Wagniskapitalmärkte. In: Amador, M./Lohmann, K./Pleschak, F. (Hrsg.): *Beteiligungskapital in der Unternehmensfinanzierung*. Wiesbaden: DUV, 201-218.
- Schmidt, A. (2001): *Neue Wege bei der Mittelstandsfinanzierung*. München: Bayerisches Staatsministerium für Wirtschaft, Verkehr und Technologie.
- Schmidt, R./Terberger, E. (1996): *Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie*. 3. Auflage. Wiesbaden: Gabler.
- Schmidt, R./Tyrell, M. (2003): What constitutes a financial system in general and in the German financial system in particular, Working paper series: finance & accounting, Nr. 111. Frankfurt am Main: Johann Wolfgang Goethe-Universität.
- Schmidt, R./Tyrell, M./Hackethal, A. (2003): Corporate Governance in Germany: Transition to a Modern Capital Market-Based Financial System? Views and Comments, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 159, 664-674.
- Schneider, J. (1989): *Die Gründungsfinanzierung innovativer Unternehmen. Die Rolle der Kreditgenossenschaften*. Göttingen: Vandenhöck & Ruprecht.
- Schulz, E. (1999): *Die Finanzierung von Existenzgründungen. Eine informationsökonomische Analyse*. Frankfurt am Main: Peter Lang.
- Schüppen, M./Ehlermann, C. (2000): *Corporate Venture Capital*. Köln: RWS Verlag Kommunikationsforum.
- Schuster, M. (2001): Corporate Venture Capital, *WISU*, 10, 1288-1292.
- Schween, K. (1996): *Corporate Venture Capital: Risikokapitalfinanzierung deutscher Industrieunternehmen*. Wiesbaden: Gabler.
- Segal, C. (1995): *Die Finanzierung ostdeutscher Unternehmen durch renditeorientierte Kapitalbeteiligungsgesellschaften*. Frankfurt am Main: Peter Lang.

- Servigny, A./Renault, O. (2004): *Measuring and managing credit risk*. New York: MCCraw-Hill.
- Siebert, H. (2004): Germany's Capital Market and Corporate Governance, Working Paper, Nr. 1206. Kiel: Institute for World Economics.
- Smart, G. (1998): Management assessment methods in venture capital: towards a theory of human capital valuation. In: Center for Entrepreneurial Studies, Babson College (Hrsg.): *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Waltham: P&R Publications.
- Sohl, J./Sommer, B. (2002): *Angel Investment Activity: Funding high tech innovations*. Wellesley: Babson College.
- Stedler, H./Peters, H. (2001): Business Angels sorgen für erfolgreiche Unternehmensgründungen, *Sparkasse*, 7, 308-311.
- Stedler, H./Peters, H. (2002): *Business Angels in Deutschland*. Bonn: Deutsche Ausgleichsbank.
- Sternberg, R./Bergmann, H. (2003): *Global Entrepreneurship Monitor 2002*. Köln: Universität/Wirtschafts- und Sozialgeografisches Institut.
- Stolpe, M. (2003a): Distribution Dynamics in European Venture Capital, Working Paper, Nr. 1191. Kiel: Institute for World Economics.
- Stolpe, M. (2003b): Learning and Signalling in the French and German Venture Capital Industries, Working Paper, Nr. 1156. Kiel: Institute for World Economics.
- Stolpe, M. (2004a): Europe's Entry in the Venture Capital Business: Efficiency and policy, Working Paper, Nr. 1223. Kiel: Institute for World Economics.
- Stolpe, M. (2004b): Non-Market Interaction in Primary Equity Markets: Evidence from France and Germany, Working Paper, Nr. 1211. Kiel: Institute for World Economics.
- Stoy, W. (2001): *Öffentliche Programmkredite: Für das Handwerk ohne Alternative*. München: Bayerisches Staatsministerium für Wirtschaft, Verkehr und Technologie.
- Struck, J. (2003): Zur Eigenkapitalausstattung junger Unternehmen in Ostdeutschland, KfW Research: Mittelstand und Strukturpolitik, Nr. 23. Frankfurt am Main: KfW-Bankengruppe.
- Stummer, F. (2002): Direkte und indirekte Funktionen des Eigenkapitals, *WiSt*, 11, 648-650.
- Stummer, F./Nolte, B. (2000): Die Entwicklung des deutschen Beteiligungskapitalmarktes, *Finanz Betrieb*, 12, 808-811.
- Sullivan, M.K./Miller, A. (1996): Segmenting the informal venture capital market: Economic, hedonistic, and altruistic investors, *Journal of Business Research*, 36, 25-35.
- Szyperski, N./Nathusius, K. (1999): *Probleme der Unternehmensgründung*. 2. Auflage. Lohmar: Josef Eul.
- Trechow, P. (2004): 2004 bringt kaum Entlastungen, *VDI nachrichten*, 2, 09.01.2004, 28.
- Tykvova, T. (2003a): Is the Behaviour of German Venture Capitalists Different?, Discussion paper, Nr. 03-44. Mannheim: ZEW.
- Tykvova, T. (2003b): The Decision of Venture Capitalists on Timing and Extent of IPO's, Discussion paper, Nr. 03-12. Mannheim: ZEW.

- Tykvova, T. (2004): Who Are the True Venture Capitalists in Germany, Discussion paper, Nr. 04-16. Mannheim: ZEW.
- Tylecote, A. (1994): Financial Systems and Innovation. In: Dodgson, M. (Hrsg.): *The handbook of industrial innovation*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Viala, P. (1998): Financing young and innovative enterprises in Europe: Supporting the venture capital industry, *EIB papers*, 3, 127-143.
- Voigt, I. (2002): Bazillus oder Fitnesskur, *RKW Magazin*, September 2002, 9-10.
- Volmer, M. (2003): Die Kreditklemme hat sich gelockert, *VDI nachrichten*, 42, 24.10.2003, 20.
- Weber, C./Weber, B. (2003): Learning in and of CVC Organizations in Germany. In: Center for Entrepreneurial Studies, Babson College (Hrsg.): *Frontiers of Entrepreneurship Research 2003*. Wellesley, MA.
- Weber, C./Dierkes, M. (2002): *Risikokapitalgeber in Deutschland. Strukturmerkmale, Entscheidungskriterien, Selbstverständnis*. Berlin: Wissenschaftszentrum für Sozialforschung.
- Weber, T. (2001): Der Einfluss von Venture Capital Gesellschaften auf die Beteiligungsunternehmen und die deutsche Wirtschaft, *Finanz Betrieb*, 11, 620-626.
- Wiesheu, O. (2001): *Mittelstandsfinanzierung unter veränderten Rahmenbedingungen*. München: Bayerisches Staatsministerium für Wirtschaft, Verkehr und Technologie.
- Wolf, B./Ossenkopf, B. (2005): Kapitalschonende Entwicklungswege - Ansätze zur Lösung der Finanzierungsprobleme junger innovativer Unternehmen, Arbeitspapiere Unternehmen und Region, Nr. U1/2005. Karlsruhe: Fraunhofer Institut für System- und Innovationsforschung.
- Wolf, B. (2006): Empirische Untersuchung zu den Einflussfaktoren der Finanzierungsprobleme junger Unternehmen, Arbeitspapiere Unternehmen und Region, Nr. U1/2006. Karlsruhe: Fraunhofer ISI.
- Wolff, S. (2004): Das Ende der neuen Märkte in Europa, *VDI nachrichten*, 9, 27.02.2004, 21.
- Wright, M./Robbie, K. (1998): Venture capital and private equity: a review and sythesis, *Journal of Business Finance and Accounting*, 25, 521-570.
- Wupperfeld, U. (1995): *Management und Rahmenbedingungen von Beteiligungskapitalgesellschaften auf dem deutschen Seed-Capital Markt*. Frankfurt am Main: Peter Lang.
- zu Knyphausen-Aufseß, D. (2005): Corporate Venture Capital: Who Adds Value?, *Venture Capital*, 7, 23-49.
- zu Knyphausen-Aufseß, D./Rauser, I. (2003): Value Added of Corporate Venture Capital: How Do CVC Units Benefit from the Organizational Core? In: Center for Entrepreneurial Studies, Babson College (Hrsg.): *Frontiers of Entrepreneurship Research 2003*. Wellesley, MA.

Die Reihe "Arbeitspapiere Unternehmen und Region" präsentiert Forschungsergebnisse der Abteilung "Regionen und Marktdynamik" des Fraunhofer-Instituts für Systemtechnik und Innovationsforschung (Fraunhofer ISI), Karlsruhe. In ihr aufgegangen sind die von 1995 bis 1999 publizierten Arbeitspapiere Regionalforschung.

Nr.	Autoren	Titel
U2/2006	Björn Wolf	Das Finanzierungsumfeld junger Unternehmen in Deutschland
U1/2006	Björn Wolf	Empirische Untersuchung zu den Einflussfaktoren der Finanzierungsprobleme junger Unternehmen in Deutschland und deren Auswirkungen auf die Wirtschaftspolitik
R1/2006	Emmanuel Muller Arlette Jappe Jean-Alain Héraud Andrea Zenker	A regional typology of innovation capacities in New Member States & Candidate Countries
R1/2005	Björn Wolf Birgit Ossenkopf	Kapitalschonende Entwicklungswege - Ansätze zur Lösung der Finanzierungsprobleme junger innovativer Unternehmen
R2/2004	Thomas Stahlecker Knut Koschatzky	On the significance of geographical proximity for the structure and development of newly founded knowledge-intensive business service firms
R1/2004	Thomas Stahlecker Andreas Koch	On the Significance of Economic Structure and Regional Innovation Systems for the Foundation of Knowledge-Intensive Business Services A Comparative Study in Bremen, Munich, and Stuttgart, Germany
R1/2003	Bodo Kubartz	Wirtschaftliche, soziale und geographische Aspekte in Innovationsnetzwerken – Eine Untersuchung des Nähekonzeptes am Beispiel von Forschungs- und Entwicklungsdienstleistern
R2/2002	Knut Koschatzky	Innovationsorientierte Regionalentwicklungsstrategien: Konzepte zur regionalen Technik- und Innovationsförderung
R1/2002	Ralph W. Bruns Jens Görisch	Unternehmensgründungen aus Hochschulen im regionalen Kontext – Gründungsneigung und Mobilitätsbereitschaft von Studierenden

Nr.	Autoren	Titel
U1/2001	Rana Adib Frank Gagelmann Knut Koschatzky Klaus Preiser Günter Hans Walter	An Integrated Microfinancing Concept for Rural Electrification by Photovoltaics in Developing Countries
R3/2001	Knut Koschatzky	The role of higher education institutions for entrepreneurship stimulation in regional innovation systems – Evidence from the network-oriented "EXIST: Promotion of university-based start-ups" programme in Germany
R2/2001	Emmanuel Muller Andrea Zenker	Business services as actors of knowledge transformation and diffusion: some empirical findings on the role of KIBS in regional and national innovation systems
R1/2001	Knut Koschatzky Casper Merkle Martin Berger Volker Meyer	Innovation und Kooperation bei unternehmensnahen Dienstleistern in Baden, Gironde und Südholland - Ein Vergleich zwischen jungen und alten Betrieben
R2/2000	Ulrike Broß Günter H. Walter	Socio-economic Analysis of North Rhine-Westphalia Joint Research Project INCO-COPERNICUS
R1/2000	Knut Koschatzky	The regionalisation of innovation policy in Germany – Theoretical foundations and recent experience
R4/1999	Knut Koschatzky Ulrike Broß	Struktur und Dynamik von regionalen Innovationsnetzwerken unter Transformationsbedingungen – das Beispiel Slowenien
R3/1999	Emmanuel Muller	There is no territorial fatality! (or how innovation interactions between KIBS and SMEs may modify the development patterns of peripheral regions)
R2/1999	Knut Koschatzky Andrea Zenker	The Regional Embeddedness of Small Manufacturing and Service Firms: Regional Networking as Knowledge Source for Innovation?
R1/1999*	Ulrike Broß Knut Koschatzky Peter Stanovnik	Development and Innovation Potential in the Slovene Manufacturing Industry First analysis of an industrial innovation survey * Already published as "Arbeitspapier Regionalforschung" No. 16

Bestelladresse:
Fraunhofer-Institut für System-
und Innovationsforschung
Breslauer Straße 48
D-76139 Karlsruhe
Tel. +49 / 721 / 6809-217 / -219
Fax: +49 / 721 / 689152
e-mail: bibl@isi.fraunhofer.de