

## Finanzierung

Bearbeitet von

Prof. Dr. Hartmut Bieg, Prof. Dr. Heinz Kußmaul, Prof. Dr. Gerd Waschbusch

3., vollständig überarbeitete Auflage 2016. Buch. XXXVIII, 500 S. Gebunden

ISBN 978 3 8006 5053 8

Format (B x L): 16,0 x 24,0 cm

Gewicht: 1114 g

[Wirtschaft > Unternehmensfinanzen > Finanzierung, Investition, Leasing](#)

Zu [Inhalts- und Sachverzeichnis](#)

schnell und portofrei erhältlich bei



Die Online-Fachbuchhandlung beck-shop.de ist spezialisiert auf Fachbücher, insbesondere Recht, Steuern und Wirtschaft. Im Sortiment finden Sie alle Medien (Bücher, Zeitschriften, CDs, eBooks, etc.) aller Verlage. Ergänzt wird das Programm durch Services wie Neuerscheinungsdienst oder Zusammenstellungen von Büchern zu Sonderpreisen. Der Shop führt mehr als 8 Millionen Produkte.

neben der **Finanzierungsfunktion** auch eine **Beteiligungsfunktion**, die beide zusammenfassend lässt sich eine VC-Gesellschaft als Mischung aus einem Beteiligungsfonds für Risikokapital und einer Unternehmensberatungsgesellschaft charakterisieren.

Eine Sonderform der VC-Gesellschaften stellen öffentliche Beteiligungsgesellschaften dar, bei denen als VC-Financiers der Staat bzw. Institutionen des Staates fungieren. **Abbildung 41**<sup>485</sup> fasst die Ausführungen nochmals grafisch zusammen.

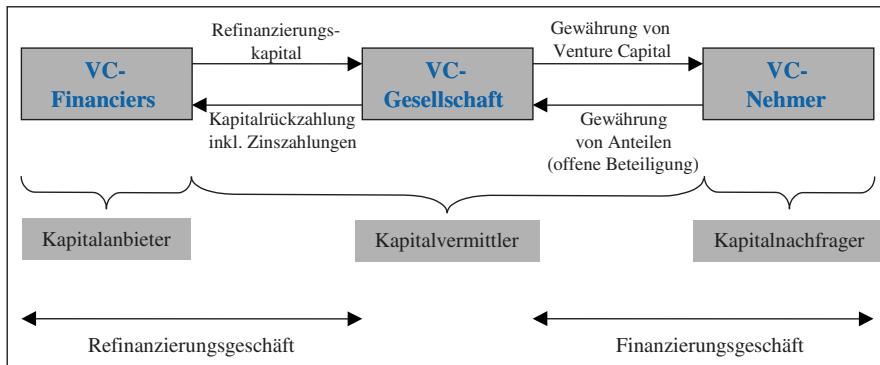


Abbildung 41: Schematische Funktionsweise einer Finanzierung mit Venture Capital

### eb) Ausgewählte Beteiligungsformen

Die **Gewährung von Eigenkapital durch eine VC-Gesellschaft** vollzieht sich dadurch, dass die VC-Gesellschaft an dem Unternehmen des Existenzgründers oder dem wachsenden Unternehmen eine Beteiligung eingeht. Hierbei sind verschiedene **Gestaltungsvarianten** denkbar, wobei zwischen der offenen und der stillen Beteiligung unterschieden wird.

Bei der **offenen Beteiligung** wird das Venture Capital in Form von Einlagen bzw. Grund- oder Stammkapital in das Unternehmen des VC-Nehmers eingebbracht, wobei mit dem Eintritt Stimm- und Mitspracherechte einhergehen sowie eine Beteiligung an den stillen Reserven erfolgt. Als Beteiligungsform kommen die Übernahme von Kommanditanteilen, GmbH-Stammanteilen sowie Aktien in Betracht. Die Beteiligung als Gesellschafter einer OHG oder als Komplementär einer KG wird aus haftungsrechtlichen Gründen in der Regel ausgeschlossen.

Im Gegensatz dazu stellen **stille Beteiligungen** Fremdkapital dar, wobei die Gewährung materiell wie eine Erhöhung des Eigenkapitals wirkt. Es handelt sich hierbei um ein kreditähnliches Geschäft. Aufgrund der Tatsache, dass die Einlage „in das Vermögen des Inhabers des Handelsgeschäfts übergeht“<sup>486</sup>, entsteht keine Beteiligung und somit auch generell kein Mitspracherecht. Weiterhin erfolgt keine Partizipation an den stillen Reserven, wobei aber

<sup>485</sup> Entnommen aus Kußmaul, Heinz/Richter, Lutz: Betriebswirtschaftliche Aspekte von Venture Capital-Gesellschaften und ihre Bedeutung im Hinblick auf Existenzgründungen: Einordnung, Funktionsweise, Beteiligungsformen, Finanzierungsphasen. In: Deutsches Steuerrecht 2000, S. 1159.

<sup>486</sup> § 230 Abs. 1 HGB.

als Ausgleich eine Wertzuwachspauschale vereinbart werden kann. Allerdings ist ein stille Gesellschafter (VC-Gesellschaft) berechtigt, eine Kopie des Jahresabschlusses des VC-Nehmers zu verlangen und dessen Richtigkeit unter Einsicht der Bücher und Papiere zu überprüfen.<sup>487</sup> Die VC-Gesellschaft haftet im Verlustfall nur bis zur Höhe ihrer getätigten Einlage;<sup>488</sup> die Verlustbeteiligung kann zudem durch den Gesellschaftsvertrag ausgeschlossen werden,<sup>489</sup> wobei dies im Rahmen öffentlicher Förderprogramme allerdings nicht üblich ist.

Generell bieten sich stille Beteiligungen an, wenn die VC-Gesellschaft nicht nach außen in Erscheinung treten möchte bzw. die Beteiligungs- und Stimmrechtsquoten (bei bereits gegründetem Unternehmen) unverändert bleiben und flexible vertragliche Gestaltungsmöglichkeiten erreicht werden sollen. Somit besteht zwischen der VC-Gesellschaft und dem VC-Nehmer ein reines Innenverhältnis, wobei nur der VC-Nehmer nach außen in Erscheinung tritt.<sup>490</sup>

### **ec) Phasen der Finanzierung mit Venture Capital**

Die erste für einen Existenzgründer relevante Phase stellt die sog. „**Seed-Phase**“ (auch: F & E-Phase) dar, innerhalb derer zum einen die Finanzierung der vorbereitenden Forschungs- und Entwicklungstätigkeiten zu erfolgen hat und zum anderen der daraus resultierende Prototyp vorgestellt wird. Das Unternehmen ist zu diesem Zeitpunkt noch nicht existent, sondern befindet sich erst in der Gründung. Die VC-Finanzierung ist in diesem Teilbereich mit sehr hohen Risiken behaftet, da die Marktchancen und die zukünftige Akzeptanz der Produktinnovation in dieser Phase in der Regel relativ schlecht abschätzbar sind. Daher erweist sich die Marktanalyse, die sich als Ziel gesetzt hat, Daten über insbesondere potenzielle Kunden und Konkurrenten zu sammeln, zu erfassen, zu klassifizieren und zu analysieren,<sup>491</sup> zur näheren Konkretisierung der Marktchancen als ein unerlässliches Hilfsmittel.

Ein weiteres Problem der „Seed-Phase“ besteht in den hohen Aufwendungen (Beratungs- und Betreuungsaufwendungen), denen keine Erträge gegenüberstehen; daraus folgt eine Finanzierungslücke, die in der Regel nicht ausschließlich durch Eigenmittel geschlossen werden kann. Hierbei bietet sich der Einsatz von öffentlichen Fördermaßnahmen an.

Innerhalb der „**Start-Up-Phase**“ wird das Unternehmen gegründet und das in der „Seed-Phase“ entwickelte Produkt auf eine Markteinführung vorbereitet bzw. eine probeweise Einführung des Erzeugnisses auf einem Testmarkt vorgenommen. Des Weiteren werden die Produktionsvorbereitungen getroffen und detaillierte Marketingkonzepte entwickelt. Die „Start-Up-Phase“ erlangt im Rahmen des Gründungsvorgangs einen besonderen Stellenwert, da dort die Finanzierungslücke trotz bereits einsetzender Rückflüsse besonders groß ist.

<sup>487</sup> Vgl. § 233 Abs. 1 HGB.

<sup>488</sup> Vgl. § 232 Abs. 2 Satz 1 HGB.

<sup>489</sup> Vgl. § 231 Abs. 2 HGB.

<sup>490</sup> Vgl. zu diesem Absatz Wöhle, Günter/Döring, Ulrich: Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre. 25. Aufl., München 2013, S. 220.

<sup>491</sup> Vgl. ausführlich zum Themenbereich „Marktanalyse“ Kuffmaul, Heinz: Betriebswirtschaftslehre für Existenzgründer. 7. Aufl., München 2011, S. 583–595.

Innerhalb der „First Stage“ wird die Marktpräzisierung des Produkts mit dem vorliegenden Aufnahme der Produktion vorgenommen sowie ein Fertigungs- und Vertriebsnetz aufgebaut. In der „Expansion Stage“, einem weiteren wichtigen Betätigungsfeld der VC-Finanzierung, erfolgt eine Ausweitung der Produktpalette und des Produktions- und Vertriebssystems sowie eine eventuelle Ausdehnung der unternehmerischen Aktivitäten in das Ausland – sog. „cross-border-Geschäfte“. In dieser Phase werden die Möglichkeiten der Selbstfinanzierung bzw. der Kreditfinanzierung durch die am Markt erwirtschafteten Gewinne erhöht.

In **Abbildung 42**<sup>492</sup> lassen sich zusammenfassend tendenzielle Aussagen über die Entwicklung der Gewinne, des Kapitalbedarfs und des Risikos des Unternehmens in Abhängigkeit von seiner Lebensphase treffen.

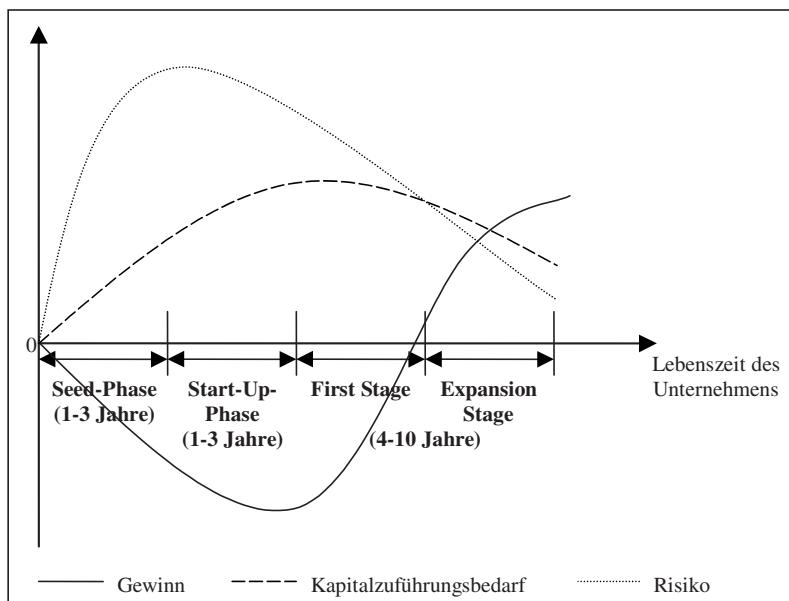


Abbildung 42: Funktionale Beziehungen zwischen den Gewinnen, dem Kapitalbedarf und dem Risiko im Rahmen der Finanzierung mit Foundation-Venture Capital

## ed) Zeitlicher Ablauf einer Finanzierung mit Venture Capital

### (1) Überblick

Während in dem vorangegangenen Kapitel die für eine VC-Finanzierung primär relevanten Lebensphasen eines Unternehmens erläutert wurden, finden nun diejenigen Phasen Berücksichtigung, die ein Gründungsunternehmen in zeitlicher Hinsicht bis zur Gewährung von Venture Capital zu durchlaufen hat.

<sup>492</sup> Vgl. Merkle, Erich: Venture Capital als Instrument des Technologiemanagements. In: Betriebsberater 1984, S. 1061.

## (2) Akquisitionsphase

Bevor eine Finanzierung des Unternehmens des Existenzgründers erfolgen kann, muss die VC-Gesellschaft als solche das für die Beteiligungsinvestition benötigte Kapital akquirieren. Die Interessengruppen innerhalb dieser anfänglichen Phase, die auch als **Suchphase** oder als „**Fund raising**“ bezeichnet wird, stellen institutionelle (z. B. Kreditinstitute, Versicherungen), industrielle oder private Anleger dar.<sup>493</sup> In Deutschland verkörpern die Kreditinstitute die wesentlichen VC-Financiers.

## (3) Investitionsphase

Innerhalb der **Kontaktphase**, die parallel zur oder anschließend an die Akquisitionsphase verlaufen kann, müssen der VC-Gesellschaft die entsprechenden Beteiligungsprojekte zugänglich gemacht werden. Dies kann zum einen dadurch geschehen, dass auf direkte Weise ein Kontakt zwischen beiden Subjekten geknüpft wird. Zum anderen kann auch ein (externe) Dritter als Vermittler fungieren (z. B. Kreditinstitute, Industrie- und Handelskammer, Unternehmensberater; sog. „Scouts“<sup>494</sup>).

Der primäre Zweck einer daran anschließenden **Grobanalyse** besteht für VC-Gesellschaften in einer Selektion der generell in Frage kommenden VC-Nehmer. Diese Grobanalyse fällt in der Vielzahl der Beurteilungsfälle negativ aus.<sup>495</sup> Hierbei ist zwischen solchen Gründen zu differenzieren, die der Existenzgründer nicht zu verantworten hat (die Investition der VC-Gesellschaft passt nicht in deren Gesamtportfolio), und solchen, die im Einflussbereich des potenziellen VC-Nehmers liegen. Um den letzteren Fall zu vermeiden, hat der potenzielle Existenzgründer die VC-Gesellschaft von der Attraktivität seines Unternehmens zu überzeugen.<sup>496</sup> Hierbei wird vor allem Wert auf die Unternehmerpersönlichkeit sowie auf die Seriosität, Aussagekraft und Professionalität des vom VC-Nehmer zu erstellenden Business Plans<sup>497</sup> gelegt. Weiterhin finden das einzuführende Produkt bzw. die einzuführende Technologie sowie die damit verbundenen Wachstumschancen und Markterfolge in den Überlegungen anhand einer Plausibilitätsprüfung Berücksichtigung.

Die nach der Grobanalyse noch in Frage kommenden potenziellen VC-Nehmer müssen sich im Rahmen der **Detailanalyse** – auch Due Diligence genannt – vertiefenden Gesprächen

<sup>493</sup> Vgl. hierzu *Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Venture Capital Association e.V.*: Venture Capital von A bis Z. Berlin 1993, S. 5.

<sup>494</sup> Unter einem „Scout“ wird eine Person verstanden, die aussichtsreiche Beteiligungsmöglichkeiten sieht.

<sup>495</sup> Vgl. *Pfeifer, Axel*: Venture Capital als Finanzierungs- und Beteiligungsinstrument. In: Betriebs-Berater 1999, S. 1669.

<sup>496</sup> Zu den Erfolgsfaktoren einer Existenzgründung vgl. *Waschbusch, Gerd/Knoll, Jessica/Staub, Nadine*: Existenzgründung – Erfolgsfaktoren auf dem Weg in die Selbstständigkeit. In: Finanzierung im Mittelstand 2010, S. 6–11.

<sup>497</sup> Vgl. ausführlich zum Aufbau eines Business Plans mit Beispielen *Kußmaul, Heinz*: Aufgaben und Aufbau eines Business Plans. In: Der Steuerberater 1999, S. 471–477; *Kußmaul, Heinz*: Betriebswirtschaftslehre für Existenzgründer. 7. Aufl., München 2011, S. 564–628; *Kußmaul, Heinz*: Business Plan – Aufbau, Inhalt, Zweck, Beispiel –. In: Arbeitspapiere zur Existenzgründung, hrsg. von *Heinz Kußmaul*, Band 2, 2. Aufl., Saarbrücken 2002; *Kußmaul, Heinz/Junker, Andy*: Der Business-Plan am Beispiel. In: Arbeitspapiere zur Existenzgründung, hrsg. von *Heinz Kußmaul*, Band 7, 2. Aufl., Saarbrücken 2003.

unterziehen, um eine persönliche Meinung über die potenzielle VC-Gesellschaft zu erlangen. Ferner wird der in der Grobanalyse als interessant erachtete Business Plan einer ausführlicheren Untersuchung unterzogen.

VC-Nehmer, die auch die Detailanalyse bestehen und deren Interessen mit denen der VC-Gesellschaft harmonieren, schließen zu guter Letzt den Vertrag über die Gewährung von Venture Capital ab (sog. **Vertragsabschlussphase**). Hierbei muss einerseits die Art der Finanzierungsform geklärt werden. Andererseits stellt sich die Frage, wie die Anteile zu bewerten sind und ob beide potenzielle Vertragspartner zu einer Einigung bezüglich des Preises kommen. Hierbei stehen zwei Varianten zur Auswahl. Entweder muss der Preis für eine bestimmte prozentuale Beteiligung festgelegt werden, oder es ist zu vereinbaren, wie hoch der Anteil der VC-Gesellschaft am VC-Nehmer bei einer bestimmten Eigenkapitalzuführung sein soll. Somit wird das Themengebiet des Venture Capital auch entscheidend von der Unternehmensbewertung geprägt.<sup>498</sup> Weiterhin ist innerhalb der Vertragsverhandlungen die Intensität der Bindung des VC-Nehmers an die VC-Gesellschaft zu definieren. Hier stellt sich die Frage der Einräumung von Informations- und Mitwirkungsrechten (evtl. auch in der Geschäftsführung des VC-Nehmers).

#### (4) Betreuungsphase

Die sich an die Investitionsphase anschließende Betreuungsphase – auch **Zusammenarbeitsphase** oder **Monitoring** genannt – erstreckt sich über einen Zeitraum von fünf bis zehn Jahren, wobei die Bindungsintensität in verschiedener Weise ausgeprägt sein kann. Diese führt von der bloßen Kontrolle bestimmter vertraglich vereinbarter Vorgaben bis hin zur intensiven Betreuung des Managements des VC-Nehmers in Form der Unterstützung der Geschäftsführung bei strategischen Entscheidungen, zur Vermittlung von Kontakten zu weiteren Finanzierungsquellen (Kunden, Lieferanten), zur Hilfe bei kurzfristigen Krisen, zum Organisationsaufbau, zur Personalpolitik (z. B. Ablösung der Führungsmannschaft) und zum Aufbau eines intakten Rechnungswesens (Betriebsbuchführung, Kosten- und Leistungsrechnung) und Controllings.<sup>499</sup> Allerdings können und wollen VC-Gesellschaften nicht die gesamte Unternehmerfunktion übernehmen; sie sind lediglich helfend oder beratend tätig.

#### (5) Desinvestitionsphase

In der Desinvestitionsphase – auch als **Exit** bezeichnet –, die nach dem zehnten Jahr abgeschlossen sein sollte, wird der VC-Gesellschaft das ursprünglich gewährte Kapital wieder zum Nominalwert – zzgl. eines Entgelts für die Kapitalnutzung in Form laufender Gewinnausschüttungen und/oder von Wertsteigerungen – zurückgezahlt. Die Zeitspanne von zehn

<sup>498</sup> Vgl. hierzu ausführlich *Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd*: Investition. 3. Aufl., München 2016, S. 243–344.

<sup>499</sup> Ob die auftretenden Beratungskosten der VC-Gesellschaft zusätzlich durch den VC-Nehmer abgegolten werden müssen, hängt von der anfänglichen vertraglichen Ausgestaltung ab. Vgl. *Pfeifer, Axel*: Venture Capital als Finanzierungs- und Beteiligungsinstrument. In: Betriebs-Berater 1999, S. 1669. In der Regel sind die gegebenen Beratungen allerdings kostenlos, da sie Gegenstand der gesamten VC-Finanzierung sind. Vgl. *Grisebach, Rolf*: Innovationsfinanzierung durch Venture Capital: eine juristische und ökonomische Analyse. München 1989, S. 58.

Jahren stellt hierbei einen ungefähren Richtwert dar, der abweichen kann. Ein Existenzzeitraum ist eine Zeitpunkt, zu dem die entscheidungsrelevanten Daten des Unternehmens des VC-Nehmers eine bestimmte Untergrenze einer im Vorhinein festgelegten Kennzahl erreichen bzw. übersteigen. Diese Kennzahl stellt in der Regel der ROI (Return On Investment) oder der IRR (Internal Rate of Return; interner Zinsfuß; Rendite) dar.<sup>500</sup>

Die vier in Frage kommenden Beendigungsmöglichkeiten des Beteiligungsengagements, die vertraglich geregelt sein müssen, lassen sich wie in Abbildung 43<sup>501</sup> darstellen.

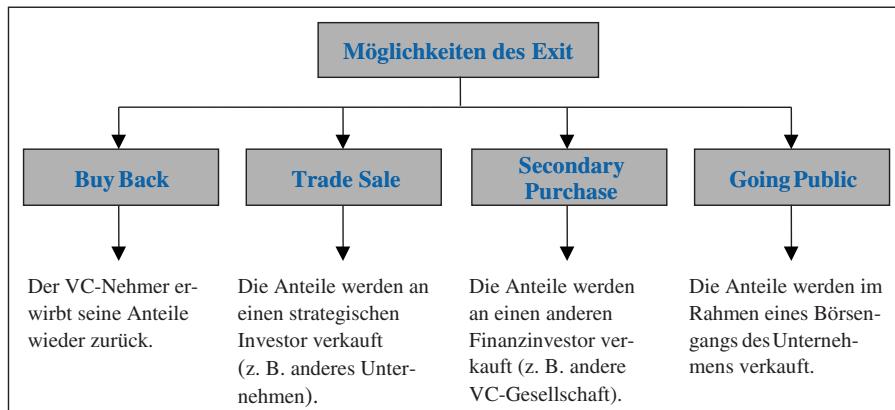


Abbildung 43: Varianten der Beendigung des Beteiligungsengagements für eine VC-Gesellschaft

Auch im Rahmen der Desinvestitionsphase wird die bereits im **Fünften Abschnitt, Kapitel E.II.4.d)** angesprochene Vermischung von Beteiligungsgesellschaften und VC-Gesellschaften deutlich. Während sich für Beteiligungsgesellschaften die Verzinsung ihres eingesetzten Eigenkapitals in (laufenden) Gewinnausschüttungen bzw. Gewinnzuweisungen widerspiegelt, partizipieren die VC-Gesellschaften an der Wertsteigerung ihrer Anteile an dem Unternehmen des VC-Nehmers infolge eines möglichst hohen Veräußerungsgewinns.

Welcher **Entgeltyp** – laufende Gewinnausschüttungen oder realisierte Wertsteigerungen – typisch ist für die befristete Eigenkapitalüberlassung, ist aufgrund der unscharfen Grenzen zwischen VC-Gesellschaften und Beteiligungsgesellschaften nicht mehr genau feststellbar. Dennoch bestehen zwischen den beiden Varianten keine gravierenden Unterschiede. Legt man den Überlegungen eine sog. Nettosubstanzwertbetrachtung zugrunde, so wird durch Gewinnausschüttungen an die VC-Gesellschaft das Eigenkapital und somit auch die Netto-

<sup>500</sup> Vgl. auch Schmitz-Morkramer, Philipp C.: Die Beteiligungspolitik von Venture-Capital-Gesellschaften in den neuen Bundesländern. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 1995, S. 509, der zutreffend feststellt, dass eine längere Laufzeit der Beteiligung auch einen höheren Veräußerungserlös impliziert, um die gewünschte Rendite des investierten Kapitals erreichen zu können.

<sup>501</sup> In Anlehnung an die Begrifflichkeiten und Definitionen beim *Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Venture Capital Association e.V.*: Venture Capital von A bis Z. Berlin 1993, S. 4. Vgl. hierzu auch Pahlen, Dieter: WGZ Venture-Capital Gesellschaft: Erwartungen an ein junges Unternehmen. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 1998, S. 225.

substanz des Unternehmens des VC-Nehmers erhöht – was aus einer Verzinsung der Anteile ein entsprechend höherer Veräußerungsgewinn am Ende der Beteiligungslaufzeit resultiert.

# beck-shop.de

Werden hingegen keine Gewinnausschüttungen vorgenommen, so werden durch die Eigenkapitalansammlung die Substanz des Unternehmens und auch der Veräußerungsgewinn der Anteile erhöht. Bei diesen Überlegungen wurde implizit unterstellt, dass sich die Verzinsung der erwirtschafteten Gewinne in dem Unternehmen und die alternative Verzinsung der VC-Gesellschaft im Gewinnausschüttungsfall entsprechen. Trifft diese Kongruenz aber nicht zu, so bietet sich aus Sicht der VC-Gesellschaft eine Gewinnausschüttung genau dann an, wenn die alternative Verzinsung größer als die interne Verzinsung ist et vice versa. Dieser Aspekt impliziert, dass beide Verzinsungsprozentsätze zum Zeitpunkt der Vertragsverhandlungen bereits abgeschätzt werden müssen.

In diesem Zusammenhang lässt sich wiederum der **Begriff „Risikokapital“** veranschaulichen. Stellt sich die Investition in dem Unternehmen des VC-Nehmers als Fehlmaßnahme heraus, d. h., treten die prognostizierten Wachstumschancen gar nicht oder nur in einem geringen Maße ein, so ist mit einem (teilweisen) Verlust des eingesetzten Kapitals zu rechnen (sog. „write off“). Im umgekehrten Fall wird der Unternehmenswert und der daran zu messende Veräußerungserlös der Anteile steigen und somit die Möglichkeit einer überdurchschnittlich hohen Rendite des eingesetzten Kapitals gegeben sein, an dem die VC-Gesellschaft partizipiert, sozusagen als Äquivalent für den möglichen „write off“.<sup>502</sup> Aus diesem Grund ist auch verständlich, dass VC-Gesellschaften in Unternehmen mit künftigen Wachstumsperspektiven investieren, um in jedem Jahr eine Maximierung des Shareholder Value anzustreben. Die prozentuale Zusammensetzung der einzelnen Exitkanäle wird in **Abbildung 44**<sup>503</sup> auf S. 145 tabellarisch für die Jahre 2013 und 2014 gegenübergestellt.

Generell ist festzustellen, dass die Gewährung von Venture Capital bei einer schon im Vorfeld verfolgten Strategie des Going Public maßgebend von der späteren Fungibilität, d. h. von der Handelbarkeit der Anteile, abhängig ist. Zweifelsohne erweist sich der Börsengang in diesem Zusammenhang als der optimale Weg.

Die **Exitstrategie des „Buy Back“**, also des Rückkaufs der Anteile durch den VC-Nehmer, stellt sicher, dass der VC-Nehmer aus eigenem Interesse während des Beteiligungsengagements fremde Gesellschafter zum Unternehmensaufbau und zur Einbringung von Know-how benötigt bzw. duldet. Danach wird allerdings durch den Anteilsrückkauf gewährleistet, dass die Kontroll- und Mitspracherechte im Managementbereich an den VC-Nehmer zurückgehen.<sup>504</sup> Damit soll der Sorge des Verlusts der Selbstständigkeit, des Einflusses auf die Geschäftsführung und der Entscheidungsfreiheit vorgebeugt und ein klassisches Charakte-

<sup>502</sup> Die VC-Gesellschaft erwirbt zudem in der Branche des VC-Nehmers zusätzliches Know-how, das sie bei späteren branchenähnlichen Engagements wieder nutzen kann. Vgl. Pahlen, Dieter: WGZ Venture-Capital Gesellschaft: Erwartungen an ein junges Unternehmen. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 1998, S. 224.

<sup>503</sup> Vgl. dazu die Statistiken des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Private Equity and Venture Capital Association e. V., abrufbar unter: [www.bvk-ev.de](http://www.bvk-ev.de) (Stand: 24.06.2015), Rubrik: Statistiken → Aktuelle Statistiken.

<sup>504</sup> Hertz-Eichenrode formuliert treffend: „Deutsche Mittelständler bevorzugen es, „Herr im eigenen Hause“ zu sein“. Hertz-Eichenrode, Albrecht: Venture Capital in Deutschland: Stimmen die Rahmenbedingungen? In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 1998, S. 204.

ristikum von mittelständischen Betrieben – die Person und von Eigentümern und Unternehmern – aufrechterhalten werden. Als problematisch dürfte sich hingegen die Findung eines für beide Parteien akzeptablen Kaufpreises für die rückzuerwerbenden Anteile sowie die Finanzierung der Anteile für den VC-Nehmer erweisen.

Exitkanäle	prozentualer Anteil 2013	prozentualer Anteil 2014
Rückzahlung stiller Beteiligungen von Gesellschaftsdarlehen	2,4 % 6,8 %	2,1 % 1,8 %
Verkauf an andere Beteiligungsgesellschaften an Finanzinstitutionen an das Management/Buy-Back	24,8 % 0,7 % 3,8 %	20,6 % 31,5 % 0,6 %
Trade Sale	23,9 %	22,8 %
Direktinvestment über die Börse durch Neuemission durch Aktienverkauf nach Notierung	1,2 % 13,0 %	0,1 % 13,9 %
sonstige Exitkanäle oder unbekannt	0,2 %	0,2 %
Totalverlust	23,2%	6,5 %

Abbildung 44: Prozentuale Zusammensetzung der Exitkanäle in den Jahren 2013 und 2014

## ef) Öffentliche Finanzierungsprogramme mit Venture Capital

Öffentliche Finanzierungsprogramme im Zusammenhang mit Venture Capital werden auf zwei Ebenen gewährt:

- Zwecks Übernahme kleinerer Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen wird VC-Gesellschaften ein Anreiz in Form von staatlichen Fördermaßnahmen (in Form von Refinanzierungskrediten) geboten. Hierbei wird zum einen die Refinanzierung verbilligt und zum anderen das Verlustrisiko verringert (vgl. das ERP-Beteiligungsprogramm in **Abbildung 45** auf S. 146).
- Es erfolgt eine direkte Beteiligung am VC-Nehmer in Form einer stillen Beteiligung, so dass kein Einfluss auf diesen ausgeübt wird. Diese Beteiligung ist allerdings aus Gründen der Risikodiversifikation von einer weiteren Beteiligung in der gleichen Höhe eines sog. Leadinvestors (z. B. eine VC-Gesellschaft) abhängig, der sich dann auch für die Betreuung und Unterstützung des VC-Nehmers verantwortlich zeigt (vgl. den ERP-Startfonds in **Abbildung 45** auf S. 146).

Bei der Institution, die die öffentlichen Fördermittel (des Bundes) gewährt, handelt es sich um die KfW-Mittelstandsbank. In Abhängigkeit von der Lebensphase des Unternehmens lassen sich dabei unterschiedliche VC-Förderprogramme in Anspruch nehmen, von denen in **Abbildung 45** auf S. 146 beispielhaft typische Konditionen dargestellt werden. Weiterführende Informationen zu den einzelnen Förderprogrammen können auf der Homepage der KfW-Mittelstandsbank eingesehen werden ([www.kfw-mittelstandsbank.de](http://www.kfw-mittelstandsbank.de), Rubrik: Beteiligungsfinanzierung).