

Venture Capital und Investment Banking • Neue Folge, Band 11  
Herausgegeben von Prof. Dr. Klaus Nathusius

Dr. Jochen Busch

# Venture Capital in Deutschland und Israel

Eine vergleichende Analyse  
der Rahmenbedingungen

*m* HOCHSCHULE  
*m* LIECHTENSTEIN  
Bibliothek



## Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht.....	VII
Inhaltsverzeichnis.....	IX
Abbildungsverzeichnis.....	XV
Abkürzungsverzeichnis.....	XVII
Symbolverzeichnis.....	XXVII
<b>ERSTER TEIL: EINFÜHRUNG.....</b>	<b>1</b>
A. Problemstellung und Ziel der Arbeit.....	1
B. Gang der Untersuchung.....	6
<b>ZWEITER TEIL: GRUNDLAGEN.....</b>	<b>11</b>
A. Begriffliche Abgrenzungen.....	11
I. Venture Capital.....	11
II. Struktur von Venture Capital-Finanzierungen.....	13
1. Organisationsformen.....	13
2. Finanzierungsphasen.....	15
B. Entwicklung von Venture Capital in Deutschland und Israel.....	17
I. Historische Entwicklung.....	18
II. Gegenwärtige Marktsituation.....	23
1. Methodische Vorbemerkungen.....	23
2. Wesentliche Strukturmerkmale.....	24
C. Finanzierungstheoretische Bedeutung von Venture Capital.....	29
I. Venture Capital aus Sicht der Neoklassik.....	30
II. Venture Capital aus Sicht des Neoinstitutionalismus.....	31
1. Theorie der Property Rights.....	32
2. Agency-Theorie.....	33
3. Transaktionskostenansatz.....	37
D. Methodischer Untersuchungsansatz.....	39
I. Theoretischer Bezugsrahmen.....	39
II. Beurteilungskriterien.....	41

<b>DRTTTER TEIL: BESTANDSAUFNAHME</b>	
<b>DER RAHMENBEDINGUNGEN</b>	
<b>FÜR VENTURE CAPITAL</b>	
<b>IN DEUTSCHLAND UND ISRAEL.....45</b>	
A.	Wirtschaftliche Rahmenbedingungen.....46
I.	Volkswirtschaftliche Einflussgrößen.....47
y	1. Sicherheitspolitische Stabilität.....47
	2. Wirtschaftspolitik.....48
	3. Binnenmarktgröße.....51
II.	Staatliche Förderung von Venture Capital.....53
	1. Überblick.....54
	2. Nichtsteuerliche Förderung von Venture Capital.....60
	a) Investitionsphase.....60
	aa) Finanzierungsorientierte Maßnahmen.....60
	bb) Infrastrukturelle Maßnahmen.....64
	i) Informations- und Beratungsprogramme.....64
	ii) Technologieorientierte Gründungszentren.....64
	b) Anlaufphase.....68
	c) Expansionsphase.....68
	d) Dosinvestitionsphase.....69
	3. Steuerliche Förderung von Venture Capital.....70
	a) Investitionsphase.....70
	b) Anlauf- und Expansionsphase.....71
	c) Desinvestitionsphase.....73
	4. Beurteilung der staatlichen Förderung von Venture Capital.....74
	a) Legitimation der Förderung.....75
	b) Förderwirkungen.....77
	c) Förderverfahren.....79
B.	Rechtliche Rahmenbedingungen.....82
I.	Investitionsphase.....82
	1. Rechtsformlicher Organisationsspielraum.....83
	2. Gründungsaufwand.....84
	3. Prospektspflicht bei Venture Capital-Finanzierungen.....87
	4. Anlagerestriktionen der Investoren.....89
	a) Private Investoren.....90
	b) Institutionelle Investoren.....90

II.	Anlauf- und Expansionsphase.....	96
1.	Personalbeschaffung.....	97
2.	Instrumente der Mitarbeiterbeteiligung.....	99
III.	Desinvestitionsphase.....	102
1.	Beteiligungsveräußerung im Wege des Börsengangs.....	103
a)	Börsensegmente.....	104
b)	Primärmarktzugang.....	110
c)	Sekundärmarktorganisation.....	115
<sup>1</sup> aa)	Preisbildung.....	116
bb)	Unternehmenspublizität.....	117
d)	Börsenaufsicht.....	121
2.	Sonstige Alternativen der Beteiligungsveräußerung.....	123
C.	Steuerliche Rahmenbedingungen.....	124
I.	Strukturelemente der nationalen Steuersysteme.....~	125
II.	Allgemeine Besteuerungsregeln.....	128
1.	Investitionsphase.....	129
a)	Ebene des Venture Capital-Nehmers.....	129
aa)	Gründungsaufwand.....	130
bb)	Forschung und Entwicklung.....	130
cc)	Verlustberücksichtigung.....	131
b)	Ebene des Venture Capital-Gebers.....	132
aa)	Abgrenzung von Vermögensverwaltung und Gewerbebetrieb.....	132
bb)	Verlustberücksichtigung aus der Venture Capital-Beteiligung.....	135
2.	Anlauf- und Expansionsphase.....	136
a)	Ergebnisermittlung auf Ebene des Venture Capital-Nehmers.....	136
b)	Ergebniszurechnung und -ausschüttung.....	137
3.	Desinvestitionsphase.....	141
a)	Umwandlung des Venture Capital-Nehmers.....	141
b)	Beteiligungsveräußerung.....	143
aa)	Steuerliche Folgen auf Ebene des Venture Capital-Nehmers.....	143
bb)	Steuerliche Folgen auf Ebene des Venture Capital-Gebers.....	144
4.	Beurteilung der allgemeinen Besteuerungsregeln.....	149
a)	Allokative Effizienz.....	150
aa)	Rechtsformneutralität.....	150
bb)	Gewinnverwendungsneutralität.....	153
cc)	Finanzierungsneutralität.....	154
dd)	Investitionsneutralität.....	155

ee) Intertemporale Neutralität.....	156
b) Administrative Effizienz.....	157
D. Sozioökonomische Rahmenbedingungen.....	159
I. Bildung.....	159
1. Überblick.....	160
2. Gründungsorientierte Ausbildung.....	161
a) Allgemeinbildende Schulen.....	162
b) Hochschulen.....	163
II. Forschung.....	165
1. Überblick.....	166
2. Technologietransfer.....	168
a) Erscheinungsformen.....	169
b) Instrumente.....	170
aa) Technologietransfer im engeren Sinne.....	171
bb) Personaltransfer.....	178
cc) Sonstiger Informationstransfer.....	180
III. Gründungskultur.....	181
1. Individualfaktoren.....	182
a) Persönlichkeitsfaktoren.....	182
b) Gründungsmotivation.....	183
2. Umfeldfaktoren.....	184
a) Mikrosoziales Umfeld.....	185
b) Makrosoziales Umfeld.....	187
E. Zusammenfassende Beurteilung der Rahmenbedingungen.....	188

#### **VIERTER TEIL: GESTALTUNGSPERSPEKTIVEN DER RAHMENBEDINGUNGEN**

#### **FÜR VENTURE CAPITAL IN DEUTSCHLAND.....193**

A. Abbau staatlicher Verzerrungen von Venture Capital-Finanzierungen.....	195
I. Neuorientierung der staatlichen Venture Capital-Förderung.....	195
~" 1. Effizienzsteigerung der Förderung in Übergangsphase.....	196
a) Beschränkung auf Anschubförderung.....	196
b) Rückführung des Förderinstrumentariums.....	197
c) Verschlinkung des Förderverfahrens.....	199
2. Langfristiger Ausstieg aus der Venture Capital-Förderung.....	200

II.	Verringerung steuerbedingter Verzerrungen.....	202
1.	Einkommensbasierte Verbesserung der Effizienzigenschaften des Steuersystems.....	204
a)	Begrenzung der Steuervarietäten.....	204
b)	Einheitliche Ermittlung steuerlicher Bemessungsgrundlagen.....	208
aa)	Beseitigung des Dualismus der Einkünftermittlung.....	208
bb)	Abgrenzung der steuerpflichtigen Einkünfte.....	210
cc)	Steuerliche Anerkennung von Leistungsbeziehungen zwischen Personengesellschaften und Gesellschaftern.....	211
dd)	Verlustausgleich.....	212
c)	Einheitlicher Steuertarif.....	212
2.	Langfristiger Übergang zu einem konsumorientierten Steuersystem....	213
a)	Grundzüge eines Konsumsteuerkonzepts.....	214
aa)	Sparbereinigte Einkommensteuer auf Haushaltsebene.....	215
bb)	Erweiterte Ausschüttungsquellensteuer auf Unternehmensebene.....	217
b)	Anwendungs- und Übergangsfragen.....	220
B.	Effizienzsteigerung des Exitkanäls Börse.....	224
I.	Errichtung eines Börsensegments für junge innovative Unternehmen.....	225
II.	Primärmarktzugang.....	228
1.	Flexibilisierung des Primärmarktzugangs.....	228
2.	Verbesserung der Primärmarktpublizität.....	230
a)	Controllingbericht des Emittenten.....	232
b)	Erhöhung der Verlässlichkeit der Primärmarktpublizität.....	236
c)	Veröffentlichung aktueller emissionsrelevanter Informationen.....	237
III.	Sekundärmarktorganisation.....	238
1.	Bündelung der Liquidität.....	239
2.	Verbesserung der Sekundärmarktpublizität.....	240
a)	Bereitstellung zusätzlicher Informationen.....	241
b)	Erhöhung der Verlässlichkeit der Sekundärmarktpublizität.....	243
c)	Verkürzung der Veröffentlichungsfristen.....	244
IV.	Zentralisierung der Börsenaufsicht.....	245

C. Stimulierung innovativer Unternehmensgründungen.....	246
I. Intensivierung der Gründungsausbildung.....	247
1. Grundlagenvermittlung an allgemeinbildenden Schulen.....	250
2. Weiterführende Gründungsausbildung an Hochschulen.....	254
• a) Gründungsvorbereitung als Ausbildungsziel.....	254
b) Umfassender Adressaten- und Dozentenkreis.....	255
c) Interdisziplinärer Lehrinhalt.....	256
d) Methodenvielfalt.....	259
II. Professionalisierung des Technologietransfers aus Hochschulen.....	262
1. Unterstützung von Unternehmensgründungen aus Hochschulen.....	263
a) Schutzrechtsverwertung.....	264
b) Gründungsberatung.....	274
c) Netzwerkzugang.....	276
2. Institutionelle Umsetzung.....	279
a) Hochschulautonome Strukturierung des Technologietransfers.....	279
aa) Organisation.....	279
bb) Finanzierung.....	284
b) Technologietransferbezogenes Anreizsystem.....	287
aa) Intrinsische Anreize.....	288
i) Zielvereinbarung.....	288
ii) Strukturierung des Arbeitsumfelds.....	290
bb) Extrinsische Anreize.....	295
i) Reputation.....	295
ii) Zusätzliche Leistungen.....	296
D. Zusammenfassung.....	298
<b>FÜNFTER TEIL: ZUSAMMENFASSUNG.....</b>	<b>301</b>
Anhang.....	309
Literaturverzeichnis.....	353
Verzeichnis der sonstigen Quellen.....	400
Rechtsquellenverzeichnis.....	401

## Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Konzept der Rahmenbedingungen für Venture Capital.....	4
Abb. 2:	Aufbau der Arbeit.....	7
Abb. 3:	Organisationsformen von Venture Capital-Finanzierungen ...	13
Abb. 4:	Idealtypische Phasen einer-Venture Capital-Finanzierung.....	16
Abb. 5:	Venture Capital-Bruttoinvestitionen in Relation zum nationalen BIP im Zeitraum 1997 bis 2006.....	25
Abb. 6:	Venture Capital-Bruttoinvestitionen nach Finanzierungsphasen im Jahre 2006.....	26
Abb. 7:	Venture Capital-Bruttoinvestitionen nach Branchen im Jahre 2006.....	27
Abb. 8:	Dreidimensionalität des Problemfeldes Venture Capital-Rahmenbedingungen.....	45
Abb. 9:	Nationale Absatz- und Faktormärkte im Jahre 2006.....	52
Abb. 10:	Struktur der nichtsteuerlicheh Venture Capital-Förderung in Deutschland.....	55
Abb. 11:	Struktur der nichtsteuerlichen Venture Capital-Förderung in Israel.....	57
Abb. 12:	Struktur der steuerlichen Venture Capital-Förderung in Deutschland.....	58
Abb. 13:	Struktur der steuerlichen Venture Capital-Förderung in Israel.....	59
Abb. 14:	Charakteristika von deutschen Technologie- und Gründerzentren und israelischen Technologischen Inkubatoren.....	66
Abb. 15:	Indikatoren des Gründungsaufwands im Jahre 2006 für eine dGmbH bzw. iGmbH.....	85
Abb. 16:	Gruppen potenzieller Venture Capital-Investoren.....	89
Abb. 17:	Instrumente der Mitarbeiterbeteiligung.....	100
Abb. 18:	Segmente der Wertpapierbörsen in Deutschland.....	105
Abb. 19:	Strukturmerkmale der Börse Tel Aviv.....	109
Abb. 20:	Prozentuale Steuerbelastung von weitergereichten Gewinnen des Venture Capital-Nehmers.....	138
Abb. 21:	Prozentuale Steuerbelastung bei Beteiligungsveräußerung und Weiterreichendes Veräußerungsgewinn auf die Ebene des Investors. ....	145
Abb. 22:	Prozentuale Steuerbelastung laufender Gewinne von Kapital- und Personengesellschaften.....	152
Abb. 23:	Ausgaben für Bildungseinrichtungen in Prozent des BIP im Jahre 2004 ...	161
Abb. 24:	Indikatoren für Forschung und Entwicklung im Jahre 2003.....	166
Abb. 25:	Zusammenfassende Wertung der Venture Capital-Rahmenbedingungen ..	188