

Berichte

Venture-Capital-Märkte in Europa*

Von Hartmut Schmidt, Hamburg

I. Venture Capital und seine gesamtwirtschaftliche Bedeutung

Das Wort „Venture-Capital-Markt“ war vor kurzem noch völlig unbekannt. Das Studium seiner Quellen deutet auf eine deutsch-europäische Erfindung des Jahres 1983 hin¹. Wie die weitere Verbreitung dieses Wortes zeigt, hat die über Atlantik und Nordsee gekommene Venture-Capital-Welle spätestens in diesem Jahr auch Leine, Elbe und Spree erreicht.

Dabei scheint jeder unter Venture Capital etwas anderes zu verstehen. Das ist nicht erstaunlich, denn der Purist beschreibt Venture Capital durch so viele Merkmale, daß man Mühe hat, sie in einen Satz zu fassen. Der Purist spricht nur dann von Venture Capital,

- wenn es sich um eine langfristige Kapitalbeteiligung nachschußbereiter Anleger handelt,
- wenn das Beteiligungsunternehmen sehr jung ist und ein starkes, meist innovationsbedingtes Wachstumspotential besitzt und
- wenn die Anleger durch beständiges Engagement beratend und lenkend zum angestrebten hohen Wertgewinn beitragen.

Gewöhnlich werden also eine neue Technologie und unternehmerisches Talent mit Kapital und Managementerfahrung gepaart, um Marktchancen zu nutzen.

Bei der Popularisierung des Begriffs mußten natürlich einige der Merkmale untergehen, die der Purist für entscheidend hält. Venture Capital wird zur bloßen Kapitalanlage in Anteilen an kleinen oder jungen Unternehmen.

* Vortrag, gehalten anlässlich der Jahresmitgliederversammlung des Trägervereins der Niedersächsischen Börse zu Hannover am 1. Dezember 1983.

¹ Am deutlichsten: Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Einladung und vorläufiges Programm „Symposium über die Entwicklung von Venture-Capital-Märkten für die Regeneration der Industrie“, Luxemburg, 23. bis 25. November 1983.

Meist wird damit auch ein überdurchschnittliches Risiko und dementsprechend eine überdurchschnittliche Renditeerwartung assoziiert.

Quantitativ gesehen ist Venture Capital naturgemäß eine unbedeutende Anlageform. Die Durchschnittsbeteiligung der deutschen Kapitalbeteiligungsgesellschaften beträgt 1 Mill. Mark. Wählt man diesen Betrag als realistischen Ausgangspunkt, muß man 500 junge Wachstumsunternehmen finden, die zur Kapitalaufnahme bereit sind, um nur eine halbe Milliarde Mark anzulegen. Wie kaum anders zu erwarten, haben selbst die Venture-Capital-Gesellschaften in den USA im Vergleich zu anderen Anlageformen ein bescheidenes Kapitalaufkommen. 1981 brachten sie erstmals etwa 1 Milliarde Dollar auf².

Nicht seine quantitative, sondern seine qualitative Bedeutung hat Venture Capital in den Blickpunkt des öffentlichen Interesses gerückt. Kleine Unternehmen schaffen vermutlich mehr neue Arbeitsplätze, als es nach ihrem Anteil am gesamten Arbeitsplatzangebot zu erwarten ist. Empirische Untersuchungen dieser These liegen für die USA vor. Nach einer Brookingsstudie haben unabhängige Unternehmen mit weniger als 100 Mitarbeitern in den letzten Jahren 51% der neuen Arbeitsplätze geschaffen, obwohl nur 36% aller bestehenden Arbeitsplätze auf sie entfallen; andere Untersuchungen haben noch höhere Beiträge ergeben³. Aber nicht alle kleinen Unternehmen haben diese neuen Arbeitsplätze geschaffen, sondern nur ein Siebentel dieser Firmen⁴. Es wird sich dabei überwiegend um innovative und junge Firmen handeln.

² Venture Economics, The Venture Capital Industry (Multi-client study), Wellesley Hills, Mass. 1981, S. 29.

³ The State of Small Business, A report of the President transmitted to Congress March 1983, Washington: USGPO, 1983, S. 61 - 88 beschreibt und erläutert die Ergebnisse von Studien zum Arbeitsplatzangebot kleiner Unternehmen. Die oben danach zitierte Studie der Brookings Institution bezieht sich auf die Jahre 1976 - 1980 (S. 87). Die Ergebnisse anderer Studien, die noch höhere Beiträge nennen, sind auf den S. 64 und 85 zusammengestellt. So ergab die oft zitierte Untersuchung von *David L. Birch* einen Beitrag von Unternehmen mit weniger als 100 Mitarbeitern zu den neugeschaffenen Arbeitsplätzen von 82% in den Jahren 1969 - 1976. Allerdings hat Birch hierbei nicht nur den Beitrag unabhängiger kleiner Unternehmen berücksichtigt, sondern auch den konzernabhängiger kleiner Unternehmen. Leider sind entsprechende Untersuchungen für europäische Länder nicht verfügbar. Einige Anhaltspunkte bietet: OECD, Innovation in Small and Medium Firms, Paris 1982, S. 5 - 12. Vgl. ferner: Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Die Klein- und Mittelbetriebe und das Handwerk in der EWG, o.O. 1983, S. 11 f.

⁴ The State of Small Business, a.a.O., S. 67 f. Wachstumsraten der Zahl der Mitarbeiter von etwa 20% über fünf bis zehn Jahre lassen sich gelegentlich auch bei innovativen Firmen in Europa beobachten. Es sei dahingestellt, ob hier so hohe Beschäftigungswachstumsraten auftreten, wie sie von der Toronto Stock Exchange für eine

Venture Capital liegt damit im Fadenkreuz der Wirtschaftspolitik. Mehr Venture Capital verheißt mehr Beschäftigung, zumal in der *Piatier*-Studie der EG 1981 festgestellt wurde, daß Finanzierungsprobleme in Europa das Haupthemmnis der Innovation sind⁵. Venture Capital hilft die Arbeitsplätze von morgen sichern, nicht die von gestern. Venture Capital verbessert die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft. Mehr Venture Capital bedeutet, wenn auch nur für einen kleinen Teil der Wirtschaft, mehr Eigenkapital angesichts bedrückend niedriger Eigenkapitalquoten. Wie ein Bericht des General Accounting Office am Beispiel von 72 erfolgreichen Unternehmen ausführt, zeitigen 209 Mill. Dollar Venture Capital, die in den siebziger Jahren investiert wurden, im Jahr 1979 sehr beachtliche Effekte, nämlich 130 000 Arbeitsplätze, 900 Mill. Dollar Exporterlöse und über 450 Mill. Dollar an Steuereinnahmen⁶. Selbst wer diese Zahlen bezweifelt, wird das Interesse marktorientierter Wirtschaftspolitiker an Venture Capital verstehen.

Venture Capital bedeutet hohes Risiko. Der Venture-Capital-Geber begegnet ihm durch beratendes und lenkendes Eingreifen in das Management, vor allem aber durch Diversifikation. Hierzu bedient er sich gewöhnlich einer Venture Capital Company.

Der Totalverlust eines erheblichen Anteils der Beteiligungen im Portefeuille der Venture Capital Company ist durchaus branchenüblich, während andere Gesellschaften im Portefeuille die Anlaufverluste nach einigen Jahren decken können und sich später als höchst erfolgreich erweisen. Die Portefeuillelösung erscheint daher auch als angemessener Weg der Venture-Finanzierung.

Stichprobe von zehn erfolgreichen Technologieunternehmen berichtet werden. Bei diesen mindestens fünf Jahre alten Unternehmen, die in den siebziger Jahren gegründet wurden, wuchs die Zahl der Beschäftigten im Durchschnitt jährlich um 38%. Toronto Stock Exchange, Nothing ventured, Investing in Canada's winners, Toronto 1980, S. 29.

⁵ A. *Piatier*, Les obstacles à l'innovation dans les pays de la Communauté européenne, Commission des Communautés européennes, Hrsg. (EUR 7528), Bruxelles - Luxembourg 1981, S. 188 - 193. Ferner sei verwiesen auf: A Policy for Industrial Innovation – strategic lines of a community approach, communication from the Commission to the Council, COM (81) 620, S. 10 - 11 und Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 1982/83, Stuttgart und Mainz 1982, S. 190.

⁶ Zitiert nach: Venture Capital, in: Bank of England Quarterly Bulletin, December 1982, S. 512. Ähnlich eindrucksvolle Ergebnisse berichtet *Stanley E. Pratt*, The United States Venture Capital Investment Market Place, in: Commission of the European Communities, Hrsg., Financing more innovation at less risk, proceedings of the symposium held in Luxembourg, 15 - 17 December 1981, Luxembourg 1982, S. 19 f.

II. Venture-Capital-Märkte

1. Bedeutung für die Eigenfinanzierung junger Unternehmen

Wenn heute von Venture-Capital-Märkten gesprochen wird, so ist aber keineswegs an Beteiligungen von Venture Capital Companies an neuen Portefeuillegesellschaften gedacht, sondern an den Handel der Anteile dieser jungen Unternehmen am offenen Markt, an der Börse. Solche Märkte sind aus drei Gründen für die Eigenfinanzierung junger Unternehmen höchst bedeutsam:

1. Das investierte Kapital und die Wertgewinne einer Venture Capital Company sind gewöhnlich blockiert. Nach einigen Jahren wird aber der Wunsch aufkommen, das Kapital anderweitig zu verwenden. An Unternehmen mit sich normalisierenden Wachstumsraten ist der Venture Capitalist nicht interessiert. Es gibt nur zwei realistische Ausstiegswge: den Verkauf an ein größeres Unternehmen und die Streuung im Publikum. Der erste Weg ist wettbewerbspolitisch bedenklich. Außerdem setzt er meist eine Mehrheitsbeteiligung voraus, die im Venture Capital-Bereich nicht üblich ist. Die Streuung im Publikum, verbunden mit einer Börsennotierung, ist daher der wichtigere Ausstiegsweg. Je aufnahmebereiter die Börsen für junge Unternehmen sind, desto flexibler können Venture Capital Companies operieren.
2. Manche Unternehmer schätzen die Führung und Kontrolle durch Venture Capital Companies. Viele andere sind aber gerade nicht bereit, sich einem solchen Regime zu unterwerfen. Unabhängigkeit ist das Ziel dieser Unternehmer. Sie bevorzugen daher die Eigenfinanzierung am offenen Markt zu einem möglichst frühen Entwicklungsstadium ihres Unternehmens⁷. Wie die Erfahrungen in den USA zeigen, ist das ein kühner, aber durchaus realistischer Weg. Auch bei uns sollte er kurz und gangbar sein, damit viele junge Menschen ihn beschreiten.
3. Erst der börsliche Handel bewirkt eine marktgerechte Anteilsbewertung. Das Fehlen einer marktgerechten Bewertung verstärkt den Widerstand

⁷ In diesem Zusammenhang sei auf eine Umfrage der Vereinigung mittelständischer Unternehmer hingewiesen. Obwohl danach 71% der befragten mittelständischen Unternehmer ihren Eigenkapitalanteil für nicht ausreichend halten, stehen 60% der Unternehmer Kapitalbeteiligungsgesellschaften ablehnend gegenüber. Dagegen erwarten etwa zwei Drittel dieser Unternehmen von einem börsenähnlichen Markt für mittelständische Unternehmen positive Auswirkungen. *Walter Bergerhof*, Die Anforderungen mittlerer Unternehmungen an Finanzierungsformen mit Eigenkapital, Manuskript eines Vortrags, gehalten anlässlich des 1. Bayreuther Symposiums für Betriebswirtschaft, 3. - 4. März 1983, S. 3 f.

gegen Einfluß von außen und kompliziert die notwendige externe Eigenfinanzierung innovativer Unternehmen. Je mehr junge Unternehmen an der Börse gehandelt werden, desto zuverlässiger wird auch die außerbörsliche Bewertung von Venture-Beteiligungen sein.

Es läßt sich also festhalten: Venture-Capital-Märkte sind eine nützliche Ergänzung und Alternative zur Finanzierung über Venture-Portefeuilles. Sie entschärfen Ausstiegsproblem, Einflußproblem und Bewertungsproblem. Wo es sie nicht gibt, fehlen zentrale Anreize für unternehmerisches Wirken.

2. Der Platz der Venture-Capital-Märkte in der Hierarchie börslicher Marktsegmente

Venture-Capital-Märkte brauchen einen Platz in unserem Börsensystem. Das erscheint unmöglich, solange das Idealbild einer integrierten, homogenen Börse über uns schwebt. Auch in Deutschland gibt es noch Stimmen, die nur den amtlichen Handel als legitim ansehen. In dem Gutachten, das ich der Kommission der Europäischen Gemeinschaften 1977 vorgelegt habe, bin ich zu einem völlig anderen Ergebnis gelangt: Eine homogene Börse ist unrealistisch und unökonomisch. Die Interessen von Anlegern und Emittenten verlangen vier vertikale Marktsegmente, zwei untere Segmente für kleine und mittlere Gesellschaften und zwei obere Segmente für größere Unternehmen⁸. Drei Gründe sprechen für eine Hierarchie von Marktsegmenten:

1. Die Aktien großer und kleiner Unternehmen haben unterschiedliche Umsatzmerkmale. Börsliche Handelsverfahren müssen das berücksichtigen. Wie auch sonst in der Wirtschaft, sind für die Massenproduktion andere Verfahren zu verwenden als für die gelegentliche Produktion von Transaktionsleistungen.
2. Publizitätsanforderungen und andere Zulassungsbedingungen sind nach Umsatzmerkmalen abzustufen, da niedrige Aktienumsätze auf eine kleine Zahl von Aktionären schließen lassen. Die Pflicht zur Prospektveröffentlichung in der Presse ist für ein großes Unternehmen von nationaler Bedeutung angemessen, im Falle eines jungen Unternehmens mit wenigen Aktionären wäre das offensichtlich eine überzogene Zulassungsbedingung.

⁸ H. Schmidt, Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes für Wertpapiere gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt, Brüssel und Luxemburg 1977, S. XVIII, 295 - 327.

3. Der Handel von Anteilen an kleinen Unternehmen bedingt deutlich überdurchschnittliche Kursausschläge. Dieses handelsbedingte Risiko tritt zu dem ohnehin hohen Unternehmensrisiko junger Unternehmen. Zur ersten Orientierung der Anleger sollten Anteile an hoch riskanten kleinen Gesellschaften auf anderen Marktsegmenten gehandelt werden als Aktien von reifen und diversifizierten Großunternehmen.

Für den Venture-Capital-Markt sind nur die unteren Segmente relevant. Das unterste Segment nenne ich „Grundsegment“, das nächsthöhere „Aufsteigersegment“. Bei uns stößt man manchmal auf die Meinung, derartige Segmente dienten der Umgehung der Vorschriften für die amtlichen Marktsegmente. Dieser Gedanke ist völlig abwegig.

Wer so argumentiert, der übersieht die Notwendigkeit der Vielfalt. Selbst unter dem strengen Regime der amerikanischen SEC zeigen die Effektenmärkte eine ausgeprägte vertikale Segmentierung⁹.

3. Neuere Entwicklungen in Europa

In den letzten Jahren sind in etlichen Ländern Europas neue börsliche Marktsegmente für kleinere Unternehmen geschaffen oder neu strukturiert worden. Wohl am bekanntesten sind der Unlisted Securities Market in Großbritannien und Irland, der Parallelmarkt in Amsterdam, der Aktiemarkt III in Kopenhagen und der französische Second Marché. Es gibt aber noch andere bedeutsame Entwicklungen. Nachdem ein italienisches Gericht 1975 den bewährten Freiverkehrsmarkt verboten hatte, wurde 1978 ein neuer Mercato Ristretto errichtet. Darunter entwickelte sich der Terzo Mercato als Grundsegment. In England ist Anfang der siebziger Jahre ein Over-the-Counter-Markt entstanden. Dieser außerbörsliche Markt hat sich in diesem Jahr sehr rasch entwickelt. In Belgien, Deutschland und Griechenland plant man, bereits 1984 spezielle Marktsegmente zu eröffnen.

Entgegen dem ersten Anschein dienen diese neuen Marktsegmente keineswegs ausschließlich dem Zweck, jungen Unternehmen den Börsenzugang zu erleichtern.

Vielmehr sollte man drei Gruppen unterscheiden. Die erste Gruppe umfaßt den Unlisted Securities Market, den Second Marché und unseren geplanten zweiten Markt. In den Ländern dieser Gruppe gibt es seit langem Marktsegmente, die jungen Unternehmen offenstehen. Die Reformen lassen

⁹ H. Schmidt, a.a.O., S. 208 - 234, 241 - 255. Besonders hingewiesen sei auch auf Regulation A, auf die im Jahre 1982 in Kraft getretene Regulation D der SEC und auf Section 12(g) Exchange Act.

diese alten Grundsegmente unberührt, die aus verschiedenen Gründen aufstrebenden Unternehmen kein attraktives börsliches Umfeld zu bieten scheinen. Da die Anforderungen der offiziellen Marktsegmente für aufstrebende junge Unternehmen zu hoch sind, wurde ein spezielles mittleres Marktsegment für solche Gesellschaften entwickelt, die schon eine gehobene Qualitätsstufe erreicht haben, für den offiziellen Markt aber noch nicht reif sind.

Im Gegensatz hierzu bemüht man sich in Belgien und Griechenland um die untersten Segmente. In Griechenland wird erstmals ein solches Segment geschaffen, während man in Belgien über verschärzte Anforderungen mehr Unternehmen für die Börse zu gewinnen hofft.

Die dritte Gruppe umfaßt Dänemark, Holland und Italien. In diesen Ländern ist das überkommene unterste Marktsegment in ein Grundsegment und ein Aufsteigersegment aufgespalten worden. Am deutlichsten ließ sich das in Amsterdam beobachten.

Anfang 1982 wurde dort der alte Incourante Markt in den offiziellen Parallelmarkt und den inoffiziellen Parallelmarkt aufgespalten. In Italien und Dänemark erstreckte sich diese Entwicklung über einen längeren Zeitraum. Durchaus sachgerecht wurden in Dänemark nicht nur der untere Teil, sondern der gesamte börsliche Markt umstrukturiert, um eine überzeugende Marktsegmentierung zu erreichen.

Wie dieser kurze Überblick zeigt, sollen Aufsteigersegmente und Grundsegmente verschiedenen Zielgruppen dienen. Daher müssen sich auch die Zulassungsbedingungen unterscheiden. Aufsteigersegmente wollen solche Unternehmen anziehen, die schon einige Jahre alt sind und bereits rentabel arbeiten. Solche Gesellschaften möchten gern signalisieren, daß sie eine bestimmte Qualitätsstufe erreicht haben. Dagegen dient das Grundsegment jungen und hochriskanten Unternehmen, die unter diesem Standard liegen.

Das Erfreuliche an diesen Entwicklungen in Europa sehe ich in dem daraus ablesbaren Trend. Es sind nun auch Unternehmen an der Börse willkommen, die man früher als zu klein, zu jung und zu riskant ansah. Das erleichtert Venture Capital Companies den Ausstieg und fördert indirekt die Eigenfinanzierung kleiner Unternehmen.

4. Von der Sicherheitsdoktrin zu konsequenter vertikaler Marktsegmentierung

Die wichtige direkte Eigenfinanzierung junger innovativer Unternehmen am offenen Markt ist leider immer noch die Ausnahme. Wo sie gewagt wird, begegnet sie Kritik. Der Ruf nach schärferen Vorschriften, nach dem

Gesetzgeber erschallt. Ich halte es für eine zentrale Aufgabe, dafür zu sorgen, daß der neue Trend auch das Grundsegment erfaßt. Er darf weder durch die Aufsicht noch durch interessierte Kreise gebrochen werden.

Von dort vernimmt man die Doktrin, daß der Öffentlichkeit nur hinreichend sichere Anlagen zugänglich sein sollten. Hochriskante Titel eignen sich danach höchstens für Privatplacierungen, und Grundsegmente müssen entweder verboten oder durch erhöhte Zugangsvoraussetzungen dem amtlichen Markt angeglichen werden. Diese Sicherheitsdoktrin und das Prinzip vertikaler Segmentierung stimmen darin überein, daß dem Publikum in hohem Maße abgesicherte Anlagen wie Bankeinlagen, Staatsanleihen und Aktien erster Adressen offenstehen müssen. Im Gegensatz zur Sicherheitsdoktrin erkennt die vertikale Segmentierung aber außer angemessener Publizität keine Untergrenze für die Qualität öffentlich zugänglicher Unternehmensanteile. Eine Mindestqualität würde den Beitrag von Venture-Capital-Märkten zur Lösung von Ausstiegsproblem, Einflußproblem und Bewertungsproblem eng begrenzen. Wer diese Grenze hoch ansetzt, der entrückt das „Going Public“, das auch bei uns ein anspornendes Ziel sein könnte, in entmutigende Ferne. Wir sollten dafür sorgen, daß junge Menschen das „Going Public“ als erreichbar ansehen. Auch deshalb sollte es keine Qualitätsuntergrenze geben.

Neben diesen pragmatischen Erwägungen sprechen vier grundsätzliche Argumente gegen eine Mindestqualität:

1. Individuelle und institutionelle Anleger und ihre Berater wissen heute sehr wohl, wie Anlagen nach Risiko und Rendite einzuschätzen sind. Wer den Zugang zu hochriskanten Anlagen sperrt, kann das nicht mit dem Schutz unkundiger Anleger rechtfertigen.
2. Risikoreduktion durch Diversifikation ist heute weit verbreitet und nahezu selbstverständlich. Für sich betrachtet mag das Risiko der Aktie eines jungen Unternehmens untragbar hoch erscheinen. Trotzdem kann gerade diese Aktie im Portfolio risikomindernd wirken. Wer jungen Gesellschaften den Zugang zum offenen Markt sperrt, kann sich nicht auf das hohe Risiko dieser Gesellschaften berufen.
3. Selbst der Durchschnittsanleger hat heute Zugang zu hochriskanten Anlagen. Im Fall von Optionen ist das offensichtlich. Oft geht der angelegte Betrag völlig verloren. Wer dennoch die Anlage in Anteilen an kleinen Unternehmen beschränken möchte, der diskriminiert.
4. Das hohe Risiko von Anteilen an kleinen Unternehmen ist nicht künstlich erzeugt. Es ergibt sich aus innovativem und unternehmerischem Handeln. Wer die günstigen gesamtwirtschaftlichen Effekte dieser risi-

kobereiten Unternehmen nutzen möchte, darf deren externe Eigenfinanzierung nicht blockieren. Wer dennoch die Möglichkeiten der Eigenfinanzierung junger Unternehmen beschränkt, dürfte im Gegensatz zu den Jahren der Vollbeschäftigung nennenswerte gesamtwirtschaftliche Kosten verursachen.

III. Vorschläge zur Förderung der Eigenfinanzierung über Venture-Capital-Märkte

Aus allen diesen Gründen scheint mir nur eine Schlußfolgerung möglich zu sein: Grundsegment und Aufsteigersegment und die damit verbundene öffentliche Erstemission von Unternehmensanteilen sind unverzichtbare Komponenten eines entwickelten Kapitalverkehrs. In dem Gutachten, das ich der Kommission der Europäischen Gemeinschaften in Kürze vorlegen werde, habe ich eine Reihe von Maßnahmen vorgeschlagen, um die Eigenfinanzierung junger Unternehmen über die beiden unteren Marktsegmente zu fördern¹⁰. Fünf dieser Vorschläge seien hier skizziert:

1. Die Zugangsvoraussetzungen zum Aufsteigersegment sollten etwa denen entsprechen, die heute für den Unlisted Securities Market gelten. Für das Grundsegment spreche ich mich aber mit Nachdruck gegen solche Zugangsvoraussetzungen aus. Bei kleinen Gesellschaften schießen selbst bescheidene Anforderungen oft über das Ziel hinaus. Was angemessen und erforderlich ist, das werden emittierende Unternehmen auch freiwillig veranlassen. Erfahrungen mit der Publizität junger Unternehmen haben das gezeigt. Einige Details zu den Zugangsbedingungen zu Grundsegmenten und zu Aufsteigersegmenten finden sich in den Tabellen 1 - 3.
2. Grundsegmente sollten auch den Anteilen und Genußscheinen von Kommanditgesellschaften und Gesellschaften mit beschränkter Haftung offenstehen, wenn sie in bezug auf Publizität und Substanzschutz dem aktienrechtlichen Standard weitgehend entsprechen.
3. Selbst eine perfekte Organisation von Marktsegmenten für kleine Unternehmen bewirkt allein nichts. Innovative Unternehmen brauchen auch Emissionshäuser, die sie an die Börse bringen. In mehreren Ländern Europas scheinen kleine Unternehmen erhebliche Schwierigkeiten zu haben, sich der Hilfe eines Emissionshauses zu versichern. Die Zurück-

¹⁰ H. Schmidt, Special Stock Market Segments for Small Company Shares: Capital Raising Mechanism and Exit Route for Investors in New Technology Based Firms (with contributions of E. Wymeersch, A. Young, H. Reuter, H.-M. Domke and C. Herms), Brüssel und Luxemburg 1984.

Tabelle 1: Zentrale Zugangsvoraussetzungen zu Grundsegmenten in den Mitgliedsländern der Europäischen Gemeinschaften

Segment (Land)	Mindestmarktwert der Stücke in Streubesitz in Mill. Landeswährung	Mindestanteil des Streubesitzes am Grundkapital	Veröffentlichung des Prospekts in der Presse	Zwischen- berichte	Normmindest- alter der Ge- sellschaft in Jahren	Nur für Ak- tiengesell- schaften zu- gänglich
Broker-dealer OTC (United Kingdom) Occasional bargains facility (Irland)	nicht verlangt	nicht verlangt	freiwillig x ^{a)}	freiwillig	freiwillig	ja
Aktiemarkt III (Dänemark)	1	15 %	Ausführliche Hinweis- bekanntmachungen	freiwillig	freiwillig	ja
Inoffizieller Parallelmarkt (Niederlande)	nicht verlangt	nicht verlangt	freiwillig, Prospekt nicht erforderlich	freiwillig	0	nein
Ungeregelter Freiverkehr (Deutschland)	nicht verlangt	nicht verlangt	freiwillig, Prospekt nicht erforderlich	freiwillig	0	ja
Außerbörslicher Handel (Luxemburg)	nicht verlangt	nicht verlangt	freiwillig	freiwillig	0	ja
Ventes publiques (Belgien)	nicht verlangt	nicht verlangt	x ^{a)}	freiwillig	0	ja
Marché hors cote (Frankreich)	nicht verlangt	nicht verlangt	freiwillig, Prospekt nicht erforderlich	freiwillig	0	ja
Terzo mercato (Italien)	nicht verlangt	nicht verlangt	freiwillig, Prospekt nicht erforderlich	freiwillig	0	ja

a) Diese Marktsegmente sind grundsätzlich für solche Emissionen gedacht, die gerade nicht durch ein öffentliches Angebot ins Publikum gelangen.

Tabelle 2: Zentrale Zugangsvoraussetzungen zu Aufsteigersegmenten in den Mitgliedsländern der Europäischen Gemeinschaften

Segment (Land)	Mindestmarktwert der Stücke in Mill. Landeswährung	Mindestanteil des Streubesitzes am Grundkapital	Veröffentlichung des Prospekts in der Presse	Zwischen- berichte	Normmindest- alter der Ge- sellschaft in Jahren	Nur für Ak- tiengesell- schaften zu- gänglich
Unlisted securities market (United Kingdom und Irland)	nicht verlangt	10 %	ein oder zwei Hinweis- bekanntmachungen	vor- geschrieben	3	ja
Aktiemarket II (Dänemark)	2,5	15 %	ausführliche Hinweis- bekanntmachungen	freiwillig	1	ja
Offizieller Parallelmarkt (Niederlande)	0,25	10 %	Hinweis- bekanntmachung	vor- geschrieben	0	nein
Geregelter Freiverkehr (Deutschland)	nicht vorgeschrieben	nicht verlangt	freiwillig, Prospekt nicht erforderlich	freiwillig	1	ja
Amtlicher Markt (Luxemburg)	50	nicht verlangt	freiwillig	verlangt	3	ja
Parkettkmarkt (Belgien)	nicht verlangt	nicht verlangt	freiwillig	freiwillig	5	ja
Second marché (Frankreich)	2 - 9 ^{a)}	10 %	freiwillig, Prospekt nicht erforderlich	vor- geschrieben	0	ja
Mercato ristretto (Italien)	200 ^{c)}	20 %	Vollprospekt	freiwillig	2 ^{b)}	ja
Amtlicher Markt (Griechenland)	25 ^{c)}	x	freiwillig	verlangt	3 ^{b)}	ja

a) Annäherungsweise und vorläufig – b) Es müssen Gewinnabschlüsse für die beiden bzw. drei letzten Geschäftsjahre vorliegen. – c) Aus anderen Zulassungsvoraussetzungen abgeleitet.

Tabelle 3

**Vorschläge für zentrale Zugangsvoraussetzungen
zu unteren börslichen Marktsegmenten**

Art der Zugangs-voraussetzung	Grundsegment	Aufsteigersegment
Mindestmarktwert der Stücke in Streubesitz	nicht verlangt	ECU 1 Mill.
Mindestanteil des Streubesitzes am Grundkapital	nicht verlangt	10 %
Prospektveröffentlichung in der Presse	freiwillig, Prospekt nicht erforderlich	freiwillig
Zwischenberichte	freiwillig	verlangt
Mindestalter der Gesellschaft in Jahren	0	3
Rechtsform Aktiengesellschaft	nicht erforderlich	erforderlich

haltung herkömmlicher Emissionshäuser ist wohl begründet. Um diese Lücke im Emissionsservice zu schließen, schlage ich vor, einen licensed dealer status nach bewährtem englischen Vorbild in allen Mitgliedsländern einzuführen. Die Zulassung und Überwachung dieser kleinen Effektenhandelsbetriebe sollte wie in England nicht der Bankaufsicht obliegen.

4. In den meisten Mitgliedsländern dürfen institutionelle Anleger solche Aktien nicht oder nur beschränkt halten, die nicht in den oberen Marktsegmenten gehandelt werden. Die steuerlichen Vorteile dieser institutionellen Anleger werden damit kleinen Unternehmen vorenthalten. Um die Eigenfinanzierung allgemein zu fördern und um das Engagement institutioneller Anleger in Werten aller Marktsegmente zu erleichtern, sollten diese Anlagebeschränkungen ersatzlos entfallen.
5. Die Qualität von Aktienkursen ist für Unternehmer und Anleger höchst bedeutsam. Wegen des geringen Volumens von Erstemissionen sind die Aktienmärkte des Grundsegments gewöhnlich sehr eng, und die Kursqualität ist unbefriedigend. Es gibt nur einen Weg, um diesen natürlichen Nachteil zu verringern: Der Umsatz in diesen Titeln muß erhöht werden. Steuerliche Handelshemmisse müssen daher beseitigt werden. Insbesondere sollten Kursgewinne auf Beteiligungstitel junger Unternehmen weder der Körperschaftsteuer noch der Einkommensteuer unterliegen.

IV. Zur Diskussion um den zweiten Markt

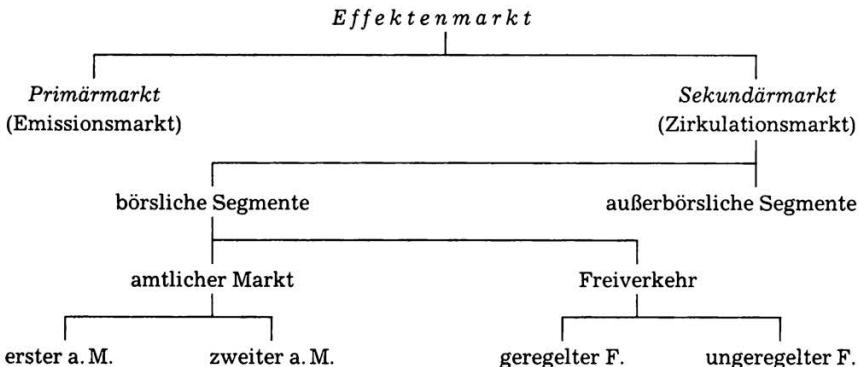
Abschließend seien einige spezielle Bemerkungen zu den Venture-Capital-Märkten in Deutschland gestattet. Zunächst möchte ich klarstellen, daß Grundsegment und Aufsteigersegment nicht ausschließlich eine Venture-Capital-Funktion haben. Sie können und müssen jungen und alten Unternehmen dienen, sonst wird der Effektenmarkt unübersichtlich. Unser unge Regelter Freiverkehr, den manche nicht für vorzeigbar halten, kommt einem idealen Grundsegment sehr nahe. Die Möglichkeiten, die er bietet, werden leider kaum genutzt. Wie im geregelten Freiverkehr sind einige Schönheitsreparaturen¹¹ erforderlich. Den geregelten Freiverkehr hat eine Reihe von Emittenten als Aufsteigersegment akzeptiert. Im Zuge der Umsetzung der drei EG-Börsenrichtlinien werden gegenwärtig die Anforderungen an amtlich zugelassene Gesellschaften erhöht. Das könnte den bisherigen Charakter des geregelten Freiverkehrs beeinträchtigen. Einige Gesellschaften werden sich aus den amtlichen Segmenten in den geregelten Freiverkehr zurückziehen.

Das wird man Ihnen nicht verwehren können. Ich persönlich bevorzuge in solchen Fällen zwar eine Rückstufung in das Grundsegment „ungeregelter Freiverkehr“. Unter dem gegenwärtigen Recht würde das aber Investmentfonds und Versicherungen zwingen, ihre Positionen in diesen Werten abzubauen. Dieses Ergebnis wird man vermeiden wollen. Also wird das Aufsteigersegment „geregelter Freiverkehr“ vermutlich per Saldo zum Absteigersegment. Das legt eine Zweiteilung des geregelten Freiverkehrs nahe. Dieser Hintergrund lässt den Vorschlag eines sogenannten zweiten Marktes in modifizierter Form sinnvoll erscheinen, wenn das neue Börsensegment durch gezielte Auswahl der hier zu handelnden Titel mit einem attraktiven Aufsteigerimage eingekleidet werden kann. Diesen Aspekt sollte man in der gegenwärtigen Diskussion¹² stärker beachten.

¹¹ Siehe hierzu *Eberhard Schwark*, Kommentar zum Börsengesetz, München 1976, Anm. 3 zu § 49. Jahresbericht 1981 der Hanseatischen Wertpapierbörsen Hamburg, S. 7, 13.

¹² Vorschläge der Börsensachverständigenkommission beim Bundesfinanzministerium zur Erleichterung des Zugangs von Unternehmen zur Börse durch Schaffung eines neuen Marktes, Berlin, 18. April 1983. *Harald Degner*, Neuer Spezialmarkt, Börse braucht zügige Realisierung, in: Handelsblatt Magazin, Nr. 1, 30. September 1983, S. 42 - 44. *Carsten P. Claussen*, Der neue zweite Markt, Über die Notwendigkeit und Gestaltungsmöglichkeiten eines neuen Wertpapiermarktes, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Heft 1, 1984, S. 1 - 22.

Überblick über den deutschen Effektenmarkt unter Berücksichtigung des Vorschlags der Börsensachverständigenkommission



Zusammenfassung

Venture-Capital-Märkte in Europa

Besonders aus gesamtwirtschaftlicher Sicht sind Venture-Capital-Aktivitäten gegenwärtig sehr erwünscht. Gemeinhin denkt man dabei an eine Portefeuillelösung, d.h. jeweils eine größere Zahl von Minderheitsbeteiligungen an vielversprechenden, aber hochriskanten jungen Unternehmen wird von spezialisierten Gesellschaften übernommen und betreut, die sich ihrerseits durch Aktienemission am offenen Markt finanzieren können. Eine weniger beachtete Alternativlösung ist die öffentliche Direktemission von Anteilen junger Unternehmen zu einem möglichst frühen Zeitpunkt in ihrer Entwicklung, verbunden mit der Aufnahme des Handels der Anteile auf einem geeigneten Sekundärmarkt. Der Autor stellt diese zweite Lösung, die direkte Eigenfinanzierung über den offenen Markt, in den Vordergrund. Wie er im einzelnen ausführt, ist diese Marktlösung nicht nur eine Alternative, sondern auch eine notwendige Ergänzung der Portefeuillelösung, die Ausstiegssproblem, Einflußproblem und Bewertungsproblem entschärft.

Grundsätzliche Erwägungen und ein Überblick über die börslichen und außerbörslichen Märkte für Anteile an kleinen Unternehmen in Europa führen zu dem Ergebnis, daß junge Unternehmen zwei Marktsegmente brauchen: ein Grundsegment und ein Aufsteigersegment. Aufsteigersegmente dienen solchen jungen Gesellschaften, die bereits rentabel arbeiten und durch ihre Zulassung signalisieren möchten, daß sie auf dem Weg zu den oberen Börsensegmenten bereits eine gehobene Qualitätsstufe erreicht haben. Dagegen stehen Grundsegmente den Unternehmen offen, die unter diesem Standard liegen. Wie das Entstehen neuer Aufsteigersegmente in verschiedenen Ländern zeigt, besteht gegenwärtig ein Trend zur Öffnung der europäischen Börsen für junge Unternehmen. Selbst Anlegerschutzerwägungen sprechen keineswegs dagegen, diesen Trend zu fördern und Grundsegmente zu aktivieren oder zu schaffen. Schließlich skizziert der Autor einige Vorschläge zur Förderung der direkten Eigen-

finanzierung über Venture-Capital-Märkte. Er bezieht sich dabei auf eine Untersuchung, die er kürzlich der Kommission der Europäischen Gemeinschaften vorgelegt hat.

Summary

Venture Capital Markets in Europe

In the current economic situation venture capital activities are highly desirable. The most appropriate approach to external equity financing of promising, yet highly risky young enterprises is generally believed to be the portfolio approach: a venture capital company acquires a fair number of minority interests, and the investing public has access only to venture capital company shares, which represent a venture capital portfolio. An alternative approach is the public new issue of young company shares and their subsequent trading on a suitable secondary market as early as possible in the development of the company. The author focusses on the second approach, on direct open market equity financing. Since it alleviates problems of valuation control and exit, this market is a necessary supplement as well as an alternative to the portfolio approach.

Fundamental considerations and a survey of exchange and off-exchange markets for small company shares in Europe point to the need for two small company market segments: a bottom level segment and an advanced level segment. Advanced level segments serve young companies which already achieved profitability; these companies want to signal that they can pass a threshold of quality that is advanced though still below the level of full listing. By contrast, bottom level segments cater to companies that do not measure up to this standard. As the creation of new advanced level segments in various European countries indicates, there is a trend toward opening up European exchanges to young enterprises. As the author points out, even investor protection considerations do not militate against lecting this trend extend down to the bottom level segments, which should be activated or created. Finally, drawing on a study that he recently submitted to the Commission of the European Communities, the author outlines proposals aimed at fostering direct open market equity financing of promising young companies.

Résumé

Les marchés de capital à haut risque en Europe

Les activités de « venture capital » sont surtout d'un point de vue économique global particulièrement recherchées de nos jours. On pense d'ordinaire à une solution de portefeuille, à savoir qu'un grand nombre de participations minoritaires sont prises dans de jeunes entreprises prometteuses, mais à haut risque, par des sociétés spécialisées qui peuvent se financer par l'émission d'actions sur le marché des capitaux. Une solution alternative moins recherchée consiste en l'émission publique directe d'actions de la jeune entreprise le plus tôt possible après la création de celle-ci et en

l'introduction de ces actions sur un marché secondaire approprié. L'auteur de la présente étude met cette seconde solution à l'avant-plan, l'auto-financement direct sur le marché des capitaux. Et comme il l'explique en détail, cette solution du marché n'est pas simplement une alternative, mais aussi un complément indispensable de la solution du portefeuille, qui désamorce les problèmes du retrait, de l'influence et de l'évaluation.

Des considérations de fond et un examen des marchés boursiers et hors-bourse d'actions de jeunes entreprises en Europe concluent à la nécessité pour ces entreprises de disposer de deux segments de marché: un segment de lancement et un segment d'expansion. Ce dernier s'adresse aux jeunes sociétés qui sont déjà rentables et veulent par leur accès signaler qu'elles ont atteint un certain degré qualitatif sur la voie des segments boursiers supérieurs. Le segment de lancement est par contre accessible aux sociétés n'ayant pas encore atteint ce niveau. La création de nouveaux segments d'expansion dans plusieurs pays manifeste la tendance actuelle à l'ouverte des bourses européennes aux jeunes entreprises. Même des considérations de protection des investisseurs ne doivent pas s'opposer à la promotion de cette tendance et à l'activation ou à la création de segments de lancement. Enfin, l'auteur esquisse quelques propositions de promotion de l'auto-financement direct sur les marchés de « venture capital ». Il se réfère à ce propos à une enquête dont il a récemment présenté les résultats à la Commission des Communautés Européennes.