

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 303

Herausforderungen bei der Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen

Untersuchung ausgewählter Finanzierungsinstrumente
und ihrer Regulierung in wirtschaftlicher
und rechtlicher Perspektive

Von

Constantin Rolke



Duncker & Humblot · Berlin

CONSTANTIN ROLKE

Herausforderungen bei der Finanzierung von kleinen
und mittleren Unternehmen

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 303

Herausforderungen bei der Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen

Untersuchung ausgewählter Finanzierungsinstrumente
und ihrer Regulierung in wirtschaftlicher
und rechtlicher Perspektive

Von

Constantin Rolke



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
hat diese Arbeit im Jahre 2018 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2019 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Ochsenfurt-Hohestadt
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 0582-026X
ISBN 978-3-428-15595-8 (Print)
ISBN 978-3-428-55595-6 (E-Book)
ISBN 978-3-428-85595-7 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Vorwort

Die Arbeit wurde 2018 von der Juristischen und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg als Dissertation angenommen. Die mündliche Prüfung fand am 22.06.2018 statt. Für die Veröffentlichung wurden Aktualisierungen bis zum Juli 2018 vorgenommen. Meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (Univ. of Chicago), gilt für seine Anregung zu diesem Thema und der begleitenden Unterstützung mein besonderer Dank. Für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens bedanke ich mich bei Frau Prof. Dr. Dörte Poelzig, M.Jur. (Oxford).

Für zahlreiche Anregungen danke ich meinem Studienkollegen Herrn Niklas Andree, LL.M. (Harvard).

Besonderer Dank gebührt meinen Eltern, denen ich diese Arbeit widme. Ihre uneingeschränkte Förderung meiner Ausbildung und ihre Unterstützung hat die Anfertigung der vorliegenden Arbeit erst ermöglicht.

Berlin, im Juli 2018

Constantin Max Johannes Rolke

Inhaltsübersicht

Einleitung	17
I. Themenaufriß	17
II. Untersuchungsmethoden	20
III. Gang der Untersuchung	21

Teil 1

Grundlagen der Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen	23
A. Untersuchungsgegenstand: Kleine und mittlere Unternehmen	23
I. Der Begriff des Unternehmens	23
II. Kleine und mittlere Unternehmen – Abgrenzung und wirtschaftliche Einordnung	31
III. Zusammenfassung	43
B. Unternehmensfinanzierung	43
I. Begriff der Unternehmensfinanzierung	43
II. Interessenlage der Akteure	47
III. Finanzierungsanlass – Lebenszyklus von Unternehmen	50
IV. Zusammenfassung	56

Teil 2

Rechtsökonomische Betrachtung der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen	57
A. Grundlagen der ökonomischen Theorie des Rechts	57
I. Ökonomik und Recht	57
II. Neoklassische und neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie	59

B. Transaktionskostentheorie	61
I. Transaktionskostenansatz	61
II. Einflussgrößen	62
III. Probleme der Gründungsphase kleiner und mittlerer Unternehmen	65
IV. Die Rolle von Finanzintermediären	67
V. Zusammenfassung	74
C. Prinzipal-Agent-Theorie	75
I. Ausprägungsform der ökonomischen Vertragstheorie	75
II. Adverse Selektion	78
III. Moral Hazard	79
IV. Asymmetrische Informationsverteilung bei der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen und ihre Gegenmaßnahmen	79
V. Zusammenfassung	88
D. Anwendung auf die KMU-Finanzierung	89

Teil 3

Finanzierungsinstrumente von kleinen und mittleren Unternehmen – Einordnung, Abgrenzung und Regulierung	91
A. Grundlagen	91
I. Kapitalherkunft	92
II. Kapitalfristigkeit	93
III. Rechtsstellung der Kapitalgeber und Kapitalhaftung	94
IV. Einordnung von Eigen- und Fremdkapital in die Bilanz und KMU-Erleichterungen	96
V. Aufsichtsrecht	100
VI. Organisationsformen von KMU	104

B. Fremdkapitalfinanzierung	108
I. Kredite	109
II. Anleihen	119
III. Schuldscheindarlehen	129
C. Hybride/mezzanine Kapitalfinanzierung	138
I. Einordnung und grundlegende Vorteile für KMU	138
II. Stille Gesellschaft	141
III. Partiarisches Darlehen	147
IV. Nachrangdarlehen	153
V. Genussrechte und Genussscheine	157
D. Asset Backed Securities (ABS)	163
I. Funktion und rechtliche Einordnung	163
II. Aufsichtsrecht	169
III. Reformbestrebungen und Bewertung für KMU	170
IV. Zusammenfassung	175
E. Nutzung von Märkten	176
I. Vorteile der Kapitalmarktfinanzierung	177
II. Privatplatzierung und öffentliches Angebot	178
III. Börsengang	179
IV. Das KMU-Börsensegment Scale	183
V. Regulierung von Unternehmensanleihen und Einführung von Scale	185
VI. Herausforderungen für kleine und mittlere Unternehmen	187
VII. Zusammenfassung	198

Teil 4

**Neue Wege der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen
und ihre Regulierung** 199

A. Crowdfunding	201
I. Wirtschaftliche Bedeutung	201
II. Privatrecht und Regulierung	201
B. P2P Lending	207
I. Wirtschaftliche Bedeutung	207
II. Privatrecht und Regulierung	208
III. Auswirkungen von Crowdfunding und P2P Lending auf die KMU-Finanzierung	211
C. Private Equity-Fonds und Private Debt-Fonds	213
I. Wirtschaftliche Bedeutung	213
II. Aufsichtsrecht	215
III. Bewertung für KMU	223
IV. Zusammenfassung	223
D. Staatliche Förderprogramme	224
I. Rechtlicher Rahmen auf europäischer Ebene	225
II. Rechtlicher Rahmen in Deutschland	230
III. Zusammenfassung	235

Teil 5

Zusammenfassung der Ergebnisse 237

Literaturverzeichnis	244
Stichwortverzeichnis	261

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	17
I. Themenaufriß	17
II. Untersuchungsmethoden	20
III. Gang der Untersuchung	21

Teil I

Grundlagen der Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen	23
A. Untersuchungsgegenstand: Kleine und mittlere Unternehmen	23
I. Der Begriff des Unternehmens	23
1. Ökonomische Betrachtung	23
2. Juristische Betrachtung	26
a) Unternehmen – Vielfalt des Rechtsbegriffs	26
b) Handelsrechtlicher Unternehmensbegriff	26
c) Aufsichtsrecht	27
d) Unternehmensträger	27
e) Unternehmensinteresse	28
f) Unternehmensrecht	29
3. Querschnittsmaterie Unternehmensrecht	29
II. Kleine und mittlere Unternehmen – Abgrenzung und wirtschaftliche Einordnung	31
1. Qualitative und quantitative Abgrenzungskriterien	31
2. Definitionen in Richtlinien und Verordnungen	32
3. Definition der Europäischen Kommission	34
4. Definition des Instituts für Mittelstandsforschung Bonn	36
5. Definition des Europäischen Kompetenzzentrums für Angewandte Mittelstandsforschung	37
6. Rechtliche Herausforderung	39
III. Zusammenfassung	43
B. Unternehmensfinanzierung	43
I. Begriff der Unternehmensfinanzierung	43
1. Systematisierung in der Betriebswirtschaftslehre	44
a) Finanzierungsbegriff	44

b) Finanzwirtschaftliche Aufgaben und Ziele	45
2. Begriffsbestimmung in der Rechtswissenschaft	46
II. Interessenlage der Akteure	47
1. Gesellschaft/Unternehmen	47
2. Gesellschafter/Unternehmer	48
3. Gläubiger/sonstige Dritte	49
III. Finanzierungsanlass – Lebenszyklus von Unternehmen	50
1. Gründungs-/Pionierphase	52
2. Wachstumsphase	53
3. Reifephase	54
4. Krisen-/Wendephase	55
5. Bewertung	55
IV. Zusammenfassung	56

Teil 2

Rechtsökonomische Betrachtung der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen	57
A. Grundlagen der ökonomischen Theorie des Rechts	57
I. Ökonomik und Recht	57
II. Neoklassische und neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie	59
B. Transaktionskostentheorie	61
I. Transaktionskostenansatz	61
II. Einflussgrößen	62
1. Unsicherheit	62
2. Häufigkeit	63
3. Spezifität	64
III. Probleme der Gründungsphase kleiner und mittlerer Unternehmen	65
IV. Die Rolle von Finanzintermediären	67
1. Banken und Private Equity	67
2. Fin-Tech-Unternehmen	69
a) Crowdfunding-Plattformen	70
b) P2P Lending- und Crowdlending-Plattformen	72
c) Fazit	73
V. Zusammenfassung	74
C. Prinzipal-Agent-Theorie	75
I. Ausprägungsform der ökonomischen Vertragstheorie	75
II. Adverse Selektion	78

III. Moral Hazard	79
IV. Asymmetrische Informationsverteilung bei der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen und ihre Gegenmaßnahmen	79
1. Problem der Eigentümer-Unternehmerstruktur	80
2. Problem der Transparenz	82
a) Screening	82
b) Self-Selection	86
c) Signaling	87
d) Monitoring, Bonding und Reporting	88
V. Zusammenfassung	88
D. Anwendung auf die KMU-Finanzierung	89

Teil 3

Finanzierungsinstrumente von kleinen und mittleren Unternehmen – Einordnung, Abgrenzung und Regulierung

91

A. Grundlagen	91
I. Kapitalherkunft	92
1. Interne und externe Finanzierung	92
2. Bedeutung	93
II. Kapitalfristigkeit	93
III. Rechtsstellung der Kapitalgeber und Kapitalhaftung	94
IV. Einordnung von Eigen- und Fremdkapital in die Bilanz und KMU-Erleichterungen	96
1. Nach HGB	96
2. Nach IFRS	99
V. Aufsichtsrecht	100
1. KWG	100
2. VermAnlG	102
VI. Organisationsformen von KMU	104
1. Rechtsformspezifische Anforderungen	104
2. Nachteil für KMU: Strenge des Aktienrechts	107
B. Fremdkapitalfinanzierung	108
I. Kredite	109
1. Privatrecht	110
2. Aufsichtsrecht	112
a) Hintergrund	112
b) Basel II und III/CRD IV Maßnahmenpaket	112
3. Bewertung für KMU und Reformansätze	116

4. Zusammenfassung	118
II. Anleihen	119
1. Privatrecht	119
2. KMU-Finanzierung durch Anleihen	121
a) High-Yield Bonds	121
b) Mittelstandsanleihen	123
c) Reform des Ratings von Mittelstandsanleihen	125
3. Zusammenfassung	128
III. Schuldscheindarlehen	129
1. Privatrecht	129
2. Aufsichtsrecht	131
3. Bewertung für KMU	133
4. Zusammenfassung	138
C. Hybride/mezzanine Kapitalfinanzierung	138
I. Einordnung und grundlegende Vorteile für KMU	138
II. Stille Gesellschaft	141
1. Privatrecht	141
2. Aufsichtsrecht	144
3. Bewertung für KMU	146
4. Zusammenfassung	147
III. Partiarisches Darlehen	147
1. Privatrecht	147
2. Aufsichtsrecht	149
3. Bewertung für KMU	151
4. Zusammenfassung	153
IV. Nachrangdarlehen	153
1. Privatrecht	153
2. Aufsichtsrecht	155
3. Bewertung für KMU	156
4. Zusammenfassung	156
V. Genussrechte und Genussscheine	157
1. Privatrecht	157
2. Aufsichtsrecht	161
3. Bewertung für KMU	162
4. Zusammenfassung	162
D. Asset Backed Securities (ABS)	163
I. Funktion und rechtliche Einordnung	163
II. Aufsichtsrecht	169
III. Reformbestrebungen und Bewertung für KMU	170

IV. Zusammenfassung	175
E. Nutzung von Märkten	176
I. Vorteile der Kapitalmarktfinanzierung	177
II. Privatplatzierung und öffentliches Angebot	178
III. Börsengang	179
1. Regulierter Markt	180
2. Freiverkehr	181
IV. Das KMU-Börsensegment Scale	183
V. Regulierung von Unternehmensanleihen und Einführung von Scale	185
VI. Herausforderungen für kleine und mittlere Unternehmen	187
1. Börsenfähigkeit	187
2. Reformansätze in der EU	190
a) KMU-Wachstumsmärkte	190
b) Prospektpflicht nach der Prospektverordnung	192
aa) Schwellenwerte	192
bb) Vereinfachung	194
3. Bewertung	195
VII. Zusammenfassung	198

Teil 4

Neue Wege der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen und ihre Regulierung 199

A. Crowdfunding	201
I. Wirtschaftliche Bedeutung	201
II. Privatrecht und Regulierung	201
B. P2P Lending	207
I. Wirtschaftliche Bedeutung	207
II. Privatrecht und Regulierung	208
III. Auswirkungen von Crowdfunding und P2P Lending auf die KMU-Finanzierung	211
C. Private Equity-Fonds und Private Debt-Fonds	213
I. Wirtschaftliche Bedeutung	213
II. Aufsichtsrecht	215
1. Private Equity-Fonds im weiteren Sinne	215
a) Grundlagen	215
b) EuVECA-Verordnung	219
2. Private Debt-Fonds	221

III. Bewertung für KMU	223
IV. Zusammenfassung	223
D. Staatliche Förderprogramme	224
I. Rechtlicher Rahmen auf europäischer Ebene	225
1. Small Business Act	226
2. Horizont 2020	227
3. Competitiveness of Enterprises and Small and Medium-sized Enterprises (COSME)	228
4. Investment Plan for Europe	229
II. Rechtlicher Rahmen in Deutschland	230
1. Förderinstitute: Die Rolle von KfW, Landesförderbanken, Bürgschaftsbän- ken und Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften	230
2. Förderinstrumente	232
III. Zusammenfassung	235

Teil 5

Zusammenfassung der Ergebnisse	237
Literaturverzeichnis	244
Stichwortverzeichnis	261

„Zuverlässige Informationen sind unbedingt nötig
für das Gelingen eines Unternehmens.“

Christoph Kolumbus (1451–1506)

Einleitung

I. Themenaufriß

Die Reise, mit der Christoph Kolumbus im Jahr 1492 Amerika entdeckte, war zwar als kleine bis mittlere Unternehmung geplant, veränderte die Welt aber unwiderruflich. Als Ziel hatte sie ursprünglich einen neuen Seeweg in die Gewürzländer des ostasiatischen Raumes für das Königshaus von Kastilien und Aragon, dem heutigen Spanien, zu erkunden und dortige Länder zu erobern, um den Einfluss des osmanischen Reiches und das „Monopol der oberitalienischen Stadtrepubliken“ auf den lukrativen Gewürzhandel zu umgehen.¹ Zur Umsetzung dieses Unternehmens benötigte der gebürtige Genueser² nicht nur politische, sondern vor allem finanzielle Unterstützung, da er trotz nautischer Fähigkeiten und einer großen Idee über kein eigenes Kapital verfügte. Am portugiesischen Königshof scheiterten seine Absichten, Kapital einzutreiben, da für Portugal, durch die von Bartolomeu Diaz erfolgte Umseglung des afrikanischen Kontinents, eine Westfahrt unnötig geworden war.³ Nach Abschluss der Rückeroberung der muslimisch besetzten Teile Spaniens konnte schließlich unter dem Einfluss von Königin Isabella von Kastilien die Kapitulation von Santa Fe, eine Art Lizenzvertrag zur Entdeckung neuer Seewege und Eroberung eventuell nützlicher Territorien zwischen Kolumbus und der spanischen Krone unterzeichnet werden.⁴ Die Finanzierung der Reise erfolgte über die königlichen Schatzmeister Luis de Santangel und Gabriel Sanchez sowie über den aus dem heutigen Italien stammenden Kaufmann Francisco Pinelo, die zusammen eine Summe von 2 Millionen Maravedis (etwa 3478 Dukaten⁵) bereitstellten.⁶ 1,4 Millionen Maravedis stammten dabei aus einer Schatzkammer, „die für die öffentliche Sicherheit namentlich der Straßen zu sorgen hatte“.⁷ Weitere Finanzmittel wurden von Pinelo über die Emission einer Schuldverschreibung, die durch italienische

¹ Berger, Christoph Columbus – Dokumente seines Lebens und seiner Reisen, S. 11; Bitterli, Die Entdeckung Amerikas, S. 49.

² Zu Genua als maritimer Innovator siehe Menzel, Die Ordnung der Welt, S. 158 ff.

³ Bitterli, Die Entdeckung Amerikas, S. 52.

⁴ Bitterli, Die Entdeckung Amerikas, S. 53.

⁵ Geht man davon aus, dass eine Dukate ca. 3,5 Gramm Gold entspricht, läge der Wert nach aktuellem Goldpreis von ca. 35 Euro pro Gramm bei 426.055 Euro.

⁶ Kellenbenz, VSWG 1982, 153, 155.

⁷ Kellenbenz, VSWG 1982, 153, 155.

Kaufleute gezeichnet wurde, eingetrieben.⁸ Die heutige Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen (im Folgenden: „KMU“), insbesondere von Start-up-Unternehmen, steht vor einer vergleichbaren Situation. Sind es doch gerade die etwas träumerisch anmutenden Ideen, die nicht jeden sofort überzeugen, jedoch das Potenzial in sich tragen, große Veränderungen herbeizuführen. Wie bei Kolumbus, der sowohl einer staatlichen Förderfinanzierung als auch einer Schuldverschreibung zur Finanzierung bedurfte, bestehen die Herausforderungen der Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen, die sich innovativen Ideen widmen, fort. Wie die Entdeckung des Neulands unter Kolumbus – erst später als Kontinent Amerika identifiziert, entfaltet sich das elektronische Neuland Internet seit den neunziger Jahren als neuer digitaler Kontinent. Die mit der Entwicklung des Internets einhergehende Globalisierung stellt dabei einen kontroversen Prozess dar, der mit hoher Einstrahlung auf die Unternehmensfinanzierung wirkt.⁹ Unternehmen sind durch die Globalisierung einem zunehmenden Wettbewerbsdruck ausgesetzt.¹⁰

Der Gesetzgeber muss rechtliche Rahmenbedingungen an sich verändernde Gegebenheiten anpassen, um wirtschaftliches Wachstum und Wohlstand nicht zu gefährden. Vereinfacht gesagt, gilt es für das „Recht zu ordnen“, während die Wirtschaft „als zu regelnde Materie“ verstanden werden kann.¹¹ KMU werden als Motor der Wirtschaft gesehen. Ihnen wird die Rolle zugeschrieben, in den westlichen Industrienationen für anhaltendes Wirtschaftswachstum, Beschäftigung und Strukturwandel zu sorgen.¹² KMU verfügen aufgrund ihrer (zunächst noch) geringen Größe über eine besondere Agilität bei Innovationen und können bzw. konnten besonders schnell Entwicklungen aufgreifen, die sich im Ablauf des 5. Kondratieff-Zyklus¹³, dem Zeitalter von Informationstechnologien zeigen und gezeigt haben.¹⁴ KMU sind demnach elementar für die Innovationskraft Deutschlands und Europas, da sie besonders fähig sind, „Innovationsressourcen in innovative Güter, Dienstleistungen, Technologien oder Geschäftsprozesse“ umzuwandeln.¹⁵ Zu den Ressourcen, die für Innovationen nötig sind, zählt die Verfügbarkeit von Finanzie-

⁸ Kellenbenz, VSWG 1982, 153, 155.

⁹ Vgl. nur OECD, New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments, online im Internet: <http://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf> (31. 7. 2018).

¹⁰ Niederöcker, Finanzierungsalternativen in kleinen und mittleren Unternehmen, S. 31.

¹¹ Stammler, Wirtschaft und Recht nach der materialistischen Geschichtsauffassung, S. 211; Luttermann, Unternehmen, Kapital und Genussrechte, S. 1.

¹² Vgl. Statistisches Bundesamt, Die wirtschaftliche Bedeutung kleiner und mittlerer Unternehmen in Deutschland, 2014, S. 40, 50 online im Internet: https://www.destatis.de/DE/Publikationen/WirtschaftStatistik/UnternehmenGewerbeanzeigen/BedeutungKleinerMittlererUnternehmen_12014.pdf?__blob=publicationFile (31. 7. 2018).

¹³ Gabler Lexikon Technologie Management, Stichwort: Kondratieff-Zyklus.

¹⁴ Vgl. etwa Ernst-Siebert, KMU im globalen Innovationswettbewerb.

¹⁵ Vgl. Richter/Schildhauer, APuz 16–17/2016, 19.

rungsinstrumenten, die abhängig von Gesetzen bzw. Regulierung ist.¹⁶ Reformbestrebungen bei der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen stehen daher weltweit im Fokus.¹⁷ Im Kontrast zu ihrer Bedeutung standen kleinere und mittlere Unternehmen in der Öffentlichkeit meist im Hintergrund von Großunternehmen und erschienen „dominant und unscheinbar zugleich“.¹⁸ Die Europäische Kommission hat die Bedeutung von KMU schon seit längerem erkannt und forciert ihre Förderung. Die Kommission hat in ihrem Grünbuch und dem daraus folgenden Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion den KMU eine elementare Rolle zugewiesen.¹⁹ Um Wirtschaftswachstum und Beschäftigung in Europa zu fördern, muss sich die EU der Frage stellen, wie man den Wachstumsmotor KMU mit ausreichend Kapital versorgen kann.²⁰ Die Risikokapitalversorgung ist für innovative Start-up-Unternehmen mit großem Wachstumspotenzial ein besonders wichtiger Belang.²¹ Die Finanzkrise aus dem Jahr 2007/2008 hat die Finanzierung für kleine und mittlere Unternehmen auf die Probe gestellt. Da KMU bei ihrer Finanzierung vor allem auf Banken zurückgreifen, hat die eingeschränkte Kreditvergabe der Banken aufgrund ihrer eigenen Schieflage Druck auf die Finanzierungssituation von KMU ausgeübt. Das Stichwort Kreditklemme schwebte wie ein Damoklesschwert über den Unternehmern. Die Kapitalversorgung war für KMU in der Krisenzeit eine besondere Herausforderung. Mit der Schaffung einer europäischen Kapitalmarktunion soll nun Vorsorge für die KMU-Finanzierung getroffen werden. Durch in das Förderungskonzept eingepasste rechtliche Rahmenbedingungen sollen KMU krisenfester und stabiler werden. Die EU eröffnet KMU mit der Kapitalmarktunion die Chance, leichter Kapital beschaffen zu können und sich den umfassenden Finanzierungsmöglichkeiten von Großunternehmen anzunähern.²² Einem für KMU eigenständig entworfenen Finanzierungskonzept wird eine steigende Bedeutung im globalen Wettbewerb zugeschrieben.²³

¹⁶ Vgl. *Richter/Schildhauer*, APuz 16–17/2016, 19.

¹⁷ Vgl. *OECD*, *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, S. 1, online im Internet: <http://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf> (31.7.2018); *Beck/Demirguc-Kunt*, 30 J. Bank. Finac. 2931 (2006).

¹⁸ *Fueglistaller/Federer*, BDO Visura 2007.

¹⁹ Grünbuch der Kommission vom 18.2.2015: Schaffung einer Kapitalmarktunion, KOM(2015) 63 endg., S. 4; Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion COM/2015/0468 final, S. 4 ff.

²⁰ Grünbuch der Kommission vom 18.2.2015: Schaffung einer Kapitalmarktunion, KOM(2015) 63 endg., S. 2.

²¹ Grünbuch der Kommission vom 18.2.2015: Schaffung einer Kapitalmarktunion, KOM(2015) 63 endg., S. 9.

²² Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion COM/2015/0468 final, S. 4.

²³ Vgl. nur *Portisch*, Finanzierung im Unternehmenslebenszyklus, Vorwort.