

33/2015

## WAGNISKAPITAL FÜR INNOVATIVE UNTERNEHMEN

### Bestandsaufnahme und Handlungsoptionen

#### AUF EINEN BLICK

**Junge, innovative, technologieorientierte Unternehmen tragen überproportional zum Strukturwandel, zur Innovation und zur Schaffung attraktiver Arbeitsplätze bei, sind aber für ihre Entwicklung häufig auf Wagniskapital angewiesen, das in Deutschland nicht ausreichend vorhanden ist. In zahlreichen Feldern ist der Staat positiv als Förderer und Investor aktiv. Gleichwohl sind weitere Anstrengungen nötig, um die Rahmenbedingungen für privates Wagniskapital in Deutschland zu verbessern.**

#### AUSGANGSSITUATION

Dieses Papier soll die Situation am Markt für die Wagniskapitalfinanzierung junger, innovativer, technologieorientierter Unternehmen mit aktuellen Daten untermauern und mögliche politische Handlungsfelder im Bereich Wagniskapital vorstellen. Nicht in gleicher Tiefe abgedeckt werden kann die Situation der Unternehmensgründungen, denen es gelingt zu wachsen, ohne ihren Gesellschafterkreis zum Zweck der Finanzierung öffnen zu müssen. Während die letztgenannten Unternehmensgründungen zahlenmäßig weit überwiegen, gelten die mit Wagniskapital finanzierten Gründungen gesamtwirtschaftlich als besonders relevant.

Bestimmte Unternehmen sind für ihre erfolgreiche Entwicklung im Wettbewerb auf Wagniskapital angewiesen, zum Beispiel Unternehmen der Biotechnologiebranche. Hochinnovative und kapitalintensive Unternehmensgründungen erhalten von traditionellen Finanzierungsgebern wie Banken nicht ausreichend Mittel – obwohl gerade diese Unternehmen, wenn sie sich einmal am Markt behaupten, überproportional zu Innovation und Strukturwandel beitragen und besonders häufig attraktive Arbeitsplätze schaffen. Die Finanzierung mit Wagniskapital findet primär durch Venture Capital-Gesellschaften (VCG) statt, die zumeist als Finanzintermediäre arbeiten, also Kapital bei einer Mehrzahl

von Investoren einsammeln. Die VCG bauen im Rahmen ihrer Strategie ein Portfolio aus Beteiligungen an jungen Unternehmen (Portfoliounternehmen, PU) auf mit dem Ziel, diese für einige Jahre zu begleiten und die Beteiligung dann mit Gewinn durch Wertsteigerung zu veräußern. Auch der Staat ist als (Co-)Investor oder Förderer von Investitionen stark engagiert.

Es liegt auf der Hand und entspricht international allerorten der Realität, dass sich die ambitionierten Hoffnungen in einer Vielzahl von Fällen nicht verwirklichen lassen. Dies führt dazu, dass wenige besonders erfolgreiche Beteiligungen solchermaßen hohe Wertsteigerungen erzeugen müssen, dass das Gesamtportfolio für die Investoren noch einen finanzwirtschaftlichen Nutzen erzeugt. Dies hat sich in den letzten Jahren als außerordentlich herausfordernd erwiesen, weshalb sich viele Investoren von der Anlageklasse VC abgewendet haben.

Flankiert wird der Markt der institutionellen VCG durch so genannte Business Angels, häufig selbst erfolgreiche Unternehmer oder Unternehmerinnen nach Veräußerung eines Unternehmens, die üblicherweise kleinere Beträge in besonders junge Unternehmen investieren und diese oft intensiver betreuen.

#### MARKTENTWICKLUNG IN DEUTSCHLAND

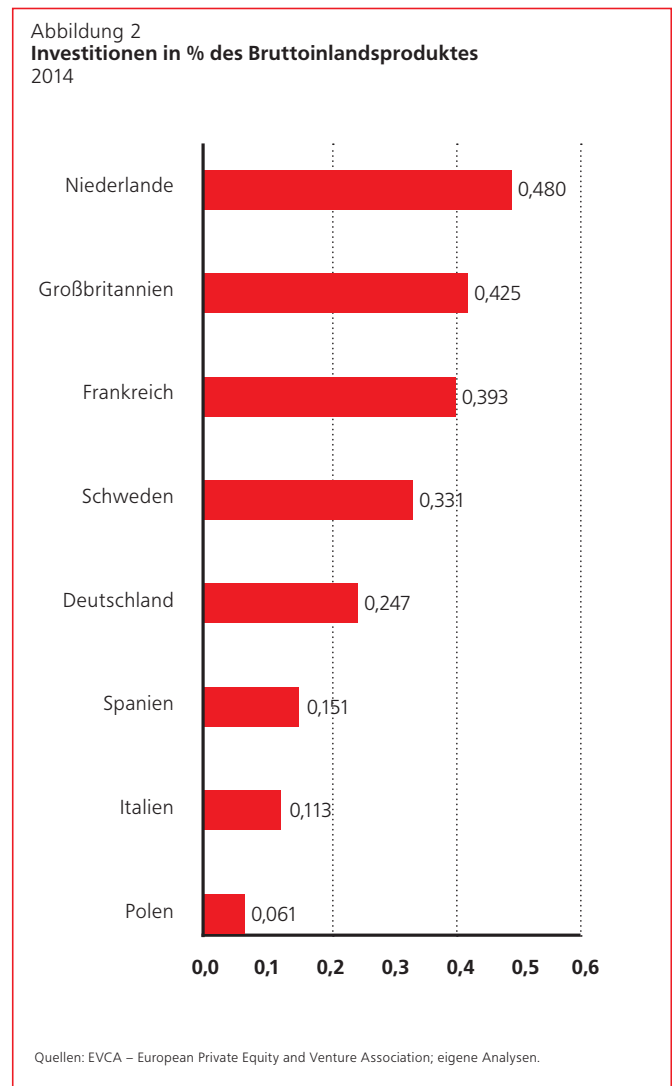
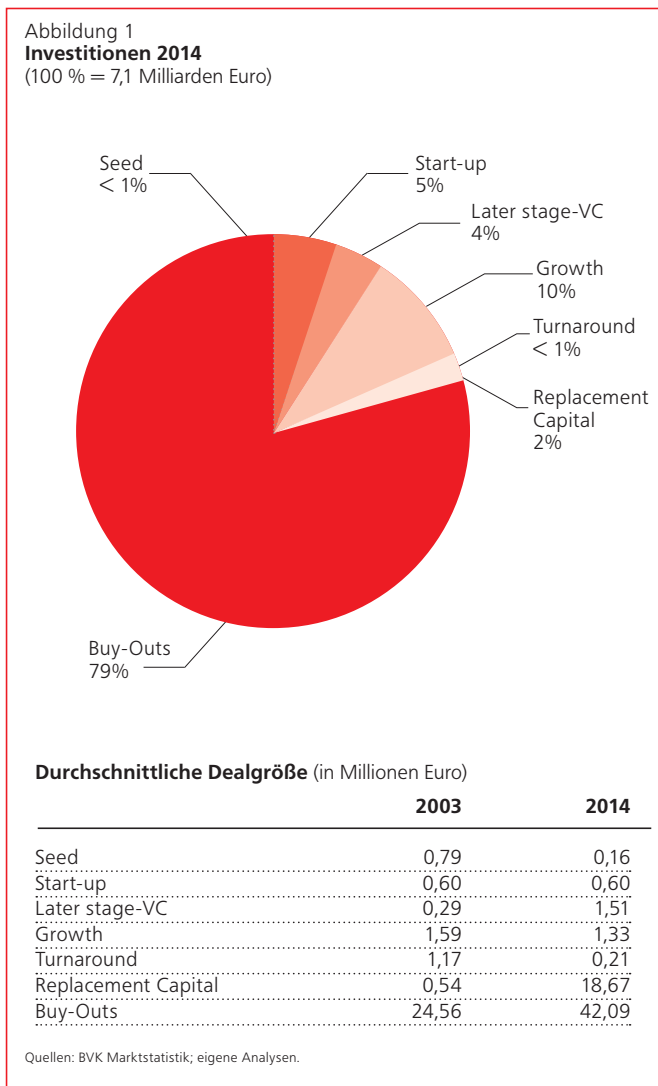
Wenn man den institutionellen Markt für VC betrachtet, zeigt die nachstehende Abbildung, dass 2014 gut sieben Mrd. € von VCG im weiteren Sinne an ihre Portfoliounternehmen ausgezahlt wurden. Rund 79 Prozent davon betreffen jedoch sogenannte Buy-Out-Finanzierungen, bei denen sich die Ge-

>

sellschafterstrukturen bestehender etablierter, nicht börsennotierter Unternehmen ändern. Das Wagniskapital in der Frühphase, welches den höchsten volkswirtschaftlichen Nutzen verspricht, verbirgt sich hinter den Segmenten, die im Branchenjargon – geordnet nach aufsteigender Reife – als Seed, Start-up, Later stage-VC und Growth bezeichnet werden. Diese machen zusammen nur knapp 20 Prozent des Marktes aus. Vergleicht man die Größen der Beteiligungsabschlüsse („Deals“), sieht man, dass die Finanzierungen der jüngeren Unternehmen traditionell klein sind, während die Buy-Out-Finanzierungen in einer anderen Dimension liegen.

die den VCG zur Verfügung steht, im Laufe des Jahres 2014 deutlich geschrumpft ist und ein Niveau erreicht hat, welches niedriger liegt als in den 20 Jahren zuvor, da die Angebotsseite dem entsprechenden Markt in Deutschland zunehmend skeptisch gegenübersteht.

Betrachtet man die Situation in Deutschland im internationalen Vergleich, wird weiterhin deutlich: Wenn wir die Investitionen der VCG ins Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt setzen, liegt Deutschland unter den relevanten Volkswirtschaften in Europa lediglich auf dem fünften Platz – deutlich hinter den Niederlanden, Großbritannien, Frankreich und Schweden, wie die folgende Abbildung zeigt:



Betrachtet man die Marktentwicklung der letzten zehn Jahre weiter, sieht man, dass es nach dem Ende der „New Economy“ und erheblichen Schrumpfungsprozessen um die Jahrtausendwende zunächst zwischen 2003 und ca. 2008 einen Wiederanstieg gegeben hat, gefolgt von einer uneinheitlichen Entwicklung. Man sieht allerdings auch, dass sich die Dynamik weit überwiegend auf das Segment der Buy-Outs konzentriert, während die frühen Finanzierungsphasen kontinuierlich auf niedrigem Niveau verharren. Ebenfalls der Statistik zu entnehmen ist, dass der Puffer an Liquidität,

## HANDLUNGSEMPFEHLUNGEN

Angesichts der besonderen volkswirtschaftlichen Bedeutung von innovativen und technologieorientierten Unternehmensgründungen sollte die Politik ein Interesse daran haben, die Rahmenbedingungen für diese Unternehmen attraktiv zu gestalten. Ein gutes Angebot an Risikokapital in Deutschland ist ein wichtiger Teil dieser Rahmenbedingungen.

Die Empfehlungen für staatliches Handeln werden im Folgenden in fünf Felder eingeteilt:



### HANDLUNGSFELD I: ANGEBOT AN IDEEN UND UNTERNEHMEN

Im Bereich des „Angebotes“ an Ideen und aktiven Unternehmen ist der Staat bereits umfassend aktiv. Zu nennen sind hier z. B. EXIST – Existenzgründungen aus der Wissenschaft, die damit verknüpften, aber auch die zusätzlich auf Landesebene angebotenen Gründerstipendien und die klassische geförderte Gründungsfinanzierung über die KfW sowie über die Förderbanken der Länder. Die Angebote sind gut, allerdings erfüllen sich die Hoffnungen, einen Teil der Maßnahmen lediglich als Anshubförderung bereitzustellen, die dann in eine Nachhaltigkeit zulasten anderer Träger übergehen sollen, bestenfalls partiell. Dies betrifft z. B. die Möglichkeiten von Hochschulen, geförderte Aktivitäten in ausreichendem Umfang in ihre Eigenaktivitäten zu übernehmen.

Die Schaffung von Wissens- und Gründungsnetzwerken sowie Inkubatoren ist ein weiteres wichtiges Element staatlicher Handlungsansätze. Bedarf für neue Instrumente besteht grundsätzlich nicht. Allerdings sollte der Staat langfristig über seine Bildungspolitik den in Deutschland im internationalen Vergleich eher unterentwickelten Gründergeist fördern, indem mehr ökonomisches Wissen und Positivbeispiele über Unternehmertum und Startups vermittelt werden.

### HANDLUNGSFELD II: VERWERTUNG ÜBER TRANSFER, KAUF, BÖRSE

Mit „Verwertung“ ist hier nicht z. B. der erste Technologietransfer aus Universitäten und Forschungseinrichtungen zu jungen und etablierten Unternehmen gemeint, sondern die weitere Nutzung von Technologien unternehmerischer Projekte, die die besonders dynamische erste Phase ihrer Entwicklung absolviert haben. Dies kann neben einer kontinuierlichen Weiterentwicklung z. B. durch weiteren Technologietransfer etwa in Form von Auslizenzierungen an etablierte Unternehmen, durch den Verkauf junger Unternehmen an etablierte große Unternehmen oder auch durch Börsengänge ehemals junger Unternehmen geschehen. Ein zusätzlicher Bedarf an staatlicher finanzieller Förderung

besteht wohl nicht. Zu beobachten ist allerdings, dass Börsengänge ehemals junger Unternehmen international weitaus besser umsetzbar sind als in Deutschland. Dies mag z. B. in den USA mit einer anderen Eigenkapitalkultur und anderen Modalitäten der Finanzierung durch Bankkredite zu tun haben. Allerdings sind diese Erklärungsansätze weder vollends überzeugend noch im Ergebnis wünschenswert, weil börsennotierte ehemals junge Unternehmen üblicherweise durch besondere Unabhängigkeit und Potenziale sehr positiv wirken können. Begrüßenswert sind daher die Bemühungen des Bundeswirtschaftsministeriums und anderer Stellen, in Deutschland ein innovationsnahes Börsensegment zu schaffen.

### HANDLUNGSFELD III: STAAT ALS VENTURE CAPITALIST ODER INVESTOR

Um den Mangel an privatem Kapital auszugleichen bzw. private Investitionen zu stimulieren und Zukunftsbranchen in Deutschland gute Rahmenbedingungen zu geben, ist der Staat als Investor bzw. in der Regel als Co-Investor durch öffentlich-rechtliche Beteiligungsfonds auf Bundes- oder Länderebene aktiv. Partiiell ist der Staat nicht nur als Investor aktiv, der dritte Finanzintermediäre finanziert (z. B. EIF-Fonds), sondern er initiiert unmittelbar Venture Capital-Gesellschaften (z. B. High-Tech Gründerfonds). Der Anteil des staatlichen Kapitals am gesamten Wagniskapital liegt in Deutschland merklich über dem internationalen Durchschnitt.

Auf Bundesebene scheinen insbesondere mit dem High-Tech Gründerfonds, den Fonds der KfW und dem EIF-Fonds sehr taugliche und zeitgemäße Instrumente vorhanden zu sein. Eher heterogen stellt sich hingegen die Qualität der Aktivitäten auf Landesebene dar. Beispiele für gutes Management auf Landesebene sind sicherlich Bayern (langjährige, kontinuierliche Aktivitäten), Nordrhein-Westfalen (vorbildliche Einbeziehung auch privater Intermediäre) und Berlin (gute Schwerpunktsetzung und Umsetzung der Programme). Insbesondere der Anshub privater Aktivitäten wird allerdings zu selten verfolgt. Genau hier sollten künftige Aktivitäten jedoch verstärkt ansetzen: Der Staat sollte initiieren, dass private Frühphasenfonds entstehen können, die sich anschließend auch unabhängig von staatlichen Mitteln um die Einwerbung weiteren Kapitals bemühen.

### HANDLUNGSFELD IV: FONDS- UND KAPITALMARKTREGULIERUNG

Die Fonds- und Kapitalmarktregulierung ist mittlerweile umfassend auf die europäische Ebene übergegangen (z. B. AIF / Kapitalanlagegesetzbuch). Angesichts der Finanzkrise war eine verstärkte Regulierung des Finanzmarkts sicherlich geboten. Für Unternehmen, z. B. Wagniskapitalfonds, sind viele der Regulierungen und ihre verwaltungsmäßige Umsetzung allerdings auch sehr aufwändig. Unter dem Gesichtspunkt der Bürokratievermeidung und um das kleine Segment des Wagniskapitals für Frühphasenunternehmen nicht einzuschränken, sollte daher von weitergehender nationaler Regulierung, die europäisch nicht abgestimmt ist,

abgesehen werden. Überdies sollte geprüft werden, ob die in Deutschland bestehenden, über die europäischen Vorgaben (v. a. AIF) hinausgehenden Regulierungen im Kapitalanlagegesetzbuch tatsächlich in dieser Form sinnvoll sind und inwieweit dadurch Wagniskapitalfonds unnötig belastet werden, wie das u. a. der Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. kritisiert.

## HANDLUNGSFELD V: FISKALPOLITIK

Die Fiskalpolitik wird von Finanzintermediären insbesondere auf der Ebene des internationalen Vergleichs bewertet. Der international übliche Maßstab ist steuerliche Transparenz, bei der die Besteuerung auf der Ebene der Anteilseigner/Letzinvestoren stattfindet und die zwischengeschalteten Strukturen steuerlich weitgehend neutral sind, so dass zusätzliche Steuern für die dort erwirtschafteten Vergütungen, nicht aber für an Gesellschafter ausgekehrte Gewinne entstehen. Gewinne und Verluste müssen außerdem vor der Besteuerung möglichst periodenübergreifend saldiert werden können. Bei zu starker Abweichung von diesen Normen können größere Finanzintermediäre ihre Aktivitäten realistisch ins Ausland verlagern. Kleine VCG und Business Angels würden – was noch einschneidender wirkt – schlicht inaktiv werden.

In diesem Rahmen ist es von erheblicher Bedeutung, die steuerliche Systematik streng einzuhalten. Ein zentrales Problem ist dabei die Absicht zur Besteuerung sogenannter Streubesitzdividenden. Bei der Umstellung des deutschen Körperschaftsteuerrechts vom Anrechnungs- auf das Halbeinkünfteverfahren im Jahr 2001 hat man sich dazu entschlossen, Dividenden und Veräußerungsgewinne, die über mehrere Ebenen von Kapitalgesellschaften geleitet werden, (fast) nur noch beim Letztempfänger der Dividende oder des Veräußerungsgewinns zu besteuern. Ohne diesen Schritt wäre die Umstellung des Körperschaftsteuerrechts nicht denkbar gewesen. Hiervon rückt der Gesetzgeber nun nachträglich schrittweise ab, indem unterhalb bestimmter Mindestbeteiligungen Dividenden und bald auch Veräußerungsgewinne auf jeder Ebene steuerpflichtig gemacht werden sollen.

Insbesondere Business Angels, die im volkswirtschaftlich besonders wichtigen Bereich vor der institutionellen Frühphasenfinanzierung aktiv sind, organisieren ihre Aktivitäten häufig über eine kleine GmbH als Anlagevehikel. Damit wird das Ziel verfolgt, Gewinne und Verluste aus der Veräußerung von Beteiligungen zunächst auf der Ebene der GmbH zu saldieren und dann Steuern auf den Gesamtgewinn zu zahlen, wenn dieser aus der GmbH ausgeschüttet wird. Angesichts der hohen Risiken erscheint dies nicht nur verständlich, sondern auch geboten. Solche Business Angels halten aber oft – spätestens zu dem Zeitpunkt, zu dem eine Beteiligung veräußert wird – Beteiligungen von weniger als 10 Prozent an einem Zielunternehmen. Wenn dabei entstehende Veräußerungsgewinne nicht nur bei Ausschüttung des Gewinns an den Business Angel besteuert werden, sondern zusätzlich vorher noch einmal auf der Ebene seiner Anlagevehikel-GmbH, wird das Geschäft mit großer Wahrscheinlichkeit gänzlich unattraktiv. Dies ist jedoch weder gerecht noch aus gesamtwirtschaftlichen Gründen zu rechtfertigen. Bei einem großen Wertpapierfonds käme der Gesetzgeber schließlich

auch nicht auf die Idee, die Fondsebene zusätzlich zur Anlegerenebene zu besteuern. Ausnahmen, die der Gesetzgeber vielleicht für Beteiligungen an innovativen Unternehmen vorsehen wird, schaffen zusätzliche Komplexität, die sich leicht vermeiden lässt, wenn man das Steuerrecht gleich systematisch gestaltet und nicht durch Rückausnahmen die Probleme einer evtl. überschießenden Regulierung zu kompensieren sucht.

### Autor

**Dr. Michael Schefczyk** ist Professor für Wirtschaftswissenschaften an der Technischen Universität Dresden sowie außerdem Steuerberater und Fachberater für Internationales Steuerrecht. Das Papier verarbeitet eigene Forschungen sowie Ergebnisse und Anregungen des Fachgesprächs „Wagniskapital“ der Friedrich-Ebert-Stiftung vom 8. Juni 2015.

### Impressum

© 2015

#### Friedrich-Ebert-Stiftung

Herausgeber: Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik  
Godesberger Allee 149, 53175 Bonn  
Fax 0228 883 9205, [www.fes.de/wiso](http://www.fes.de/wiso)

Für diese Publikation ist in der FES verantwortlich:  
Dr. Robert Philipps, Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik  
Bestellungen/Kontakt: [wiso-news@fes.de](mailto:wiso-news@fes.de)

Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind nicht notwendigerweise die der Friedrich-Ebert-Stiftung.  
Eine gewerbliche Nutzung der von der FES herausgegebenen Medien ist ohne schriftliche Zustimmung durch die FES nicht gestattet.

ISBN: 978-3-95861-318-8