

07/2019

DER ZUKUNFTSFONDS DEUTSCHLAND

Ein Weg zur Stärkung des Innovationsstandorts?

AUF EINEN BLICK

Um im internationalen Wettbewerb bestehen zu können, brauchen Startups in der Wachstumsphase eine gute Kapitalausstattung. Daran mangelt es aber in Europa, insbesondere im Vergleich zu konkurrierenden Weltregionen wie den USA oder China. Die Schaffung eines professionell gemanagten, staatlichen Dachfonds, der es institutionellen Anlegern wie Versicherungen, Pensionsfonds oder Stiftungen erleichtert, in Wagniskapital zu investieren, könnte Abhilfe schaffen.

Das deutsche Startup-Ökosystem gedeiht und ist erwachsen geworden. Im Jahr 2018 sind mehr Wagniskapitalinvestitionen in Deutschland getätigt worden als je zuvor. Die Richtung stimmt, aber bei genauerer Betrachtung kann man noch lange nicht zufrieden sein. Wenn deutsche Startups mit jungen Unternehmen aus dem Silicon Valley oder China konkurrieren, müssen sie hohe Wachstumsraten über einen längeren Zeitraum hinweg aufweisen, um entsprechend Marktanteile behalten bzw. dazugewinnen zu können. Ohne dieses schnelle Wachstum ist ein Wettbewerb auf Augenhöhe mit diesen internationalen Akteuren nur schwer zu realisieren.

WACHSTUM BRAUCHT KAPITAL – DIE VC LÜCKE

Wachstum benötigt vor allem Kapital. Das Thema Finanzierung ist – neben dem Thema Fachkräftemangel – sicherlich eine der größten Herausforderungen, vor denen deutsche Startups stehen. Der deutsche Wagniskapital-Markt ist bei weitem noch nicht so groß und leistungsstark wie jener in den USA, China oder Israel.

Deutschlandweit stieg die Zahl der Finanzierungsrunden im Jahr 2018 gegenüber dem Vorjahr zwar deutlich: um 21 Prozent auf 615. Auch der Gesamtwert der Investitionen in Startups (inklusive durch Börsengänge eingeworbenes

Kapital) stieg gegenüber 2017 um fast sieben Prozent auf rund 4,6 Milliarden Euro und übertraf damit den bisherigen Rekordwert des Vorjahres. Dieses Wachstum lässt sich insbesondere durch die steigende Anzahl großer Deals (zwischen zehn und 50 Millionen Euro) erklären (EY 2019).

Diese Entwicklung ist gut, aber nicht ausreichend. Schaut man in die USA, wird deutlich, dass dort andere Maßstäbe gelten. Im Jahr 2018 wurden dort insgesamt 115,1 Milliarden Euro Wagniskapital investiert (KPMG 2019). Selbst in Relation zur Wirtschaftsleistung investieren die USA 4,5 Mal so viel in ihre zukünftige Wettbewerbsfähigkeit wie Deutschland.

Dass nach einer Auswertung von McKinsey in den Jahren 2010 bis 2017 in den USA mehr als 50 Milliarden US-Dollar, in China 30 Milliarden US-Dollar und in Deutschland nur eine Milliarde US-Dollar in Startups aus dem Bereich Automotive investiert wurden, zeigt im Hinblick auf eine deutsche Schlüsselbranche, wie dünn unsere Kapitalausstattung im internationalen Kontext ist. Welche Auswirkungen das konkret haben kann, zeigen die Beispiele Mytaxi und Uber. Beide wurden im Jahr 2009 gegründet, 2012 hatte Mytaxi noch einen Vorsprung gemessen an seinen Nutzerzahlen. Zeitgleich konnte Uber jedoch die weitaus höheren Investments vorweisen: Im Jahr 2013 akkumulierte Uber bereits Investitionen in Höhe von 445 Millionen US-Dollar. Bereits ein Jahr später investierten zwei Venture Capital-Gesellschaften weitere 2,8 Milliarden US-Dollar in das Unternehmen. Genaue Zahlen sind für Mytaxi nicht bekannt, doch die Investitionen bis zum Verkauf im Jahr 2014 an die Daimler-Tochter Moovel beliefen sich auf einen Bruchteil der Summen, die in Uber flossen. Die Konsequenz: Mytaxi ist seit 2014 ein Teil des Daimler-Konzerns, während Uber

>

mit einem aktuellen Wert von 120 Milliarden US-Dollar für den in diesem Jahr anstehenden Börsengang gehandelt wird – so viel wie Daimler und BMW zusammen.

STAATLICHE FÖRDERUNG DER GRÜNDUNGSFINANZIERUNG

Dabei ist die Kapitalausstattung in der Anfangsphase eines Startups, der sog. Seed-Phase, in Deutschland meist noch gut. Das ist hauptsächlich das Ergebnis staatlicher Förderung. Durch verschiedene Förderprogramme beispielsweise des Bundeswirtschaftsministeriums, der KfW, Landes-Förderbanken, der Europäischen Union und anderen öffentlichen oder halb-öffentlichen Akteuren bekommen gute Gründerteams, deren Business Model Erfolg verspricht, in aller Regel mittels einer ersten Seed-Finanzierung die Chance, ihre Idee umzusetzen und auf den Markt zu gehen. Begründet wird das staatliche Engagement damit, dass es ein Marktversagen bei der Gründungsfinanzierung gibt: Aus einzelwirtschaftlicher Perspektive ist eine Gründungsfinanzierung meist so risikoreich, dass Finanzierungen nicht in der gesamtwirtschaftlich wünschenswerten Quantität vom Markt ermöglicht werden.

PROBLEM WACHSTUMSFINANZIERUNG

Der Staat springt also in der Anfangsphase in die Bresche, in der das Risiko am höchsten ist, es viele Startups nicht schaffen und das Geschäft wieder aufgeben müssen. In der relativ risikoärmeren Wachstumsphase, wenn sich Geschäftsmodelle und Technologien durchgesetzt haben und größere Investitionen zur Finanzierung des Wachstums benötigt werden, hält sich der Staat eher zurück. In der Wachstumsphase tauchen die eigentlichen Finanzierungsprobleme auf.

In der sogenannten Later Stage sind größere Finanzierungsrunden vonnöten. Diese Investitionsrunden können derzeit nicht ohne internationales Wagniskapital finanziert werden. Für Wagniskapitalinvestitionen dieser Größenordnung sind die Fondsvolumina europäischer Venture-Capital-Fonds schlichtweg zu klein. US-amerikanische und asiatische Wagniskapitalfonds sind in der Regel um ein Vielfaches größer und somit in der Lage, weitaus größere Investitionen zu tätigen.

Wenn wir große Finanzierungsrunden in Deutschland sehen, dann sind die Investoren daher fast ausnahmslos Fonds aus den USA, China, Japan oder dem Nahen Osten. Beispiele sind die letzten Finanzierungsrunden von N26, Auto1, HelloFresh, Delivery Hero, GoEuro, Blacklane oder smava. Betriebswirtschaftlich ist es den Gründer_innen deutscher Startups vermutlich egal, woher das nächste Geld kommt. Volkswirtschaftlich oder gar politisch kann man zumindest die Frage stellen, ob es sinnvoll ist, wenn Anteile und Eigentum – und damit Wertschöpfung und Gewinne – in andere Länder abfließen.

Es gibt gute Gründe dafür zu argumentieren, dass auch bei der Wachstumsfinanzierung ein Marktversagen vorliegt, weil der Markt nicht in dem Umfang Finanzierung ermög-

licht, wie es volkswirtschaftlich wünschenswert wäre. Es ist daher an der Zeit, dass sich der Staat auch bei der Wachstumsfinanzierung von Unternehmen stärker engagiert. Sei es aufgrund der Bedeutung der Startups, ihrer Innovationen und Technologie, für die gesamte Volkswirtschaft oder sei es weil man die Früchte des frühphasigen Engagements im Inland ernten und sich nicht die Rosinen von internationalen Investoren herauspicken lassen möchte (ähnlich auch: Mazzucato 2014).

DER ZUKUNFTSFONDS DEUTSCHLAND

Europa und insbesondere Deutschland ist eine der wohlhabendsten Regionen der Welt. Wieso schaffen wir es nicht, dass ein größerer Teil des vorhandenen Vermögens – welches im derzeitigen Niedrigzinsumfeld ohnehin nach Anlagemöglichkeiten sucht – in innovative deutsche Startups investiert wird? Das hohe Volumen der US-amerikanischen Wagniskapitalfonds ist insbesondere darin begründet, dass Versicherungs- und Pensionsfonds (Kapitalsammelstellen) in den USA die primären Investoren in diese Anlageklasse sind. Einer der Gründe für die Zurückhaltung der Kapitalsammelstellen in Deutschland sind sehr strenge Kapitalanlagerestriktionen für die Anlageklasse „Wagniskapital“ in Europa. Insbesondere müssen Versicherungen und Pensionsfonds für Investitionen in Wagniskapital mehr Eigenkapital hinterlegen. Dies führt dazu, dass Investitionen in Venture Capital unattraktiver erscheinen als Investitionen in andere Anlageklassen. Wie dennoch Kapitalsammelstellen für Wagniskapitalfonds gewonnen werden können, zeigt Dänemark mit seinen beiden Dachfonds „Dansk Vækstkapital I“ und „Dansk Vækstkapital II“. Dabei handelt es sich um staatlich eingerichtete Dachfonds, die es institutionellen Anlegern wie insbesondere Pensionsfonds erleichtern, in die heimische Startup-Szene zu investieren.

Auf Deutschland übertragen hieße das die Schaffung eines professionell gemanagten, staatlichen Dachfonds – ein Zukunftsfonds Deutschland. Dieser staatliche Fonds würde es institutionellen Anlegern wie Versicherungen, Pensionsfonds oder Stiftungen erleichtern, in den deutschen Mittelstand und insbesondere die deutsche Startup-Wirtschaft zu investieren. Der Zukunftsfonds Deutschland wäre also ein staatlich initiiertes Dachfonds, der sich aus den Einlagen der Kapitalsammelstellen speist und stark diversifiziert in verschiedene als sicher geltende Mittelstandsfonds im Bereich Mezzanine, Growth-, Small- und Midcap sowie – und das ist das Wichtige – zu einem festgelegten Prozentsatz in verschiedene private Wagniskapitalfonds investiert. Auf diese Weise profitieren bestehende und neue Innovatoren: Mittelstand und Startups. Neben einem Zukunftsfonds Deutschland wäre auch ein europäischer Fonds denkbar, der den gesamten europäischen Markt bedient.

Kernidee des staatlichen Zukunftsfonds nach dänischem Vorbild ist, dass sich der Fonds aus zwei Säulen finanziert: Über die erste Säule leihen die Versicherer oder Pensionsfonds einen festgelegten, größeren Teil des Investitionsvolumens einer staatlichen Stelle und erhalten dafür eine

festgelegte Verzinsung bei garantierter Rückzahlung (dieses Kredits). Die staatliche Stelle, z. B. die KfW oder in Dänemark Vækstfonden, wandelt das gesamte Fremd- in Eigenkapital und leitet es als institutioneller Investor in den Dachfonds weiter. Über die zweite Säule investieren die institutionellen Anleger Eigenkapital und damit risikoreich direkt in den Dachfonds. Der Dachfonds wiederum reinvestiert das eingenommene Geld in o. g. Beteiligungsfonds. Der Staat trägt über seine Anleihe-begebende Institution damit überwiegend die Investitionsrisiken, erhält aber auch die entsprechend möglichen höheren Erträge. Anleger können aber auch ausschließlich direkt Anteile am Fonds erwerben, um von den vollen Erträgen des Fonds profitieren zu können – allerdings tragen sie dann auch das komplette Investitionsrisiko.

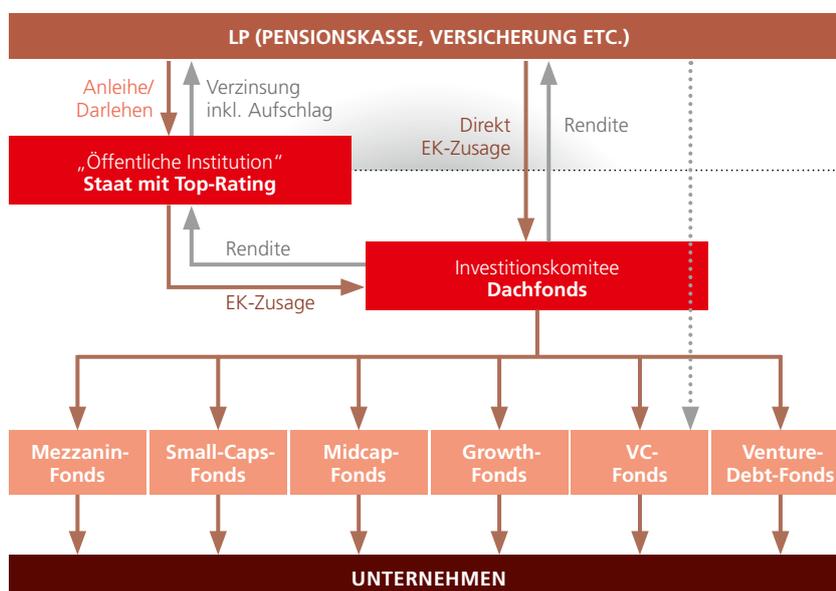
Solch ein Dachfonds hätte zwei wesentliche Vorteile. Er würde das Risiko für Anleger in Venture Capital verringern und gleichzeitig den notwendigen Umfang für signifikante Investitionen von großen institutionellen Investoren bereitstellen, insbesondere von Versicherungen, Banken, Pensionskassen und Stiftungen. Aus Sicht der Kapitalsammelstellen sind die festverzinslichen Anleihen des Fonds vergleichbar mit risikolosen Staatsanleihen, für die sie eine übliche Verzinsung erhalten. Zugleich wird im Falle Dänemarks die Rückzahlung des Fremdkapitals garantiert, weshalb das Instrument auch vor dem Hintergrund der wegfallenden Eigenkapitalunterlegungsvorschriften wie Solvency-II attraktiv wird. Es müssen keine Steuermittel aufgewendet werden, der Staat übernimmt lediglich ein begrenztes Risiko. Die Notifizierung von Dansk Vækstkapital I und II beweist die prinzipielle Vereinbarkeit dieser Struktur mit dem EU-Recht.

Eine genauere Erklärung der Struktur und Funktionsweise des angedachten staatlichen Dachfonds bietet Abbildung 1 „Zukunftsfonds Deutschland“.

Durch die Schaffung eines Zukunftsfonds für Deutschland nach dem Vorbild Dänemarks kann der Staat Kapitalsammelstellen somit schon kurzfristig, ohne Weiterentwicklung des aktuellen Rechtsrahmens, Investitionen in die Anlageklasse „Wagniskapital“, mittelbar über die Beteiligung am Dachfonds, ermöglichen. Zielgröße für den ersten Zukunftsfonds sollten zehn Milliarden Euro sein. Der Zukunftsfonds, für den beispielsweise eine Führung durch die neu gegründete KfW Capital denkbar wäre, könnte auf diese Weise in bestehende private Wagniskapitalfonds in Deutschland investieren und insbesondere auch die Gründung von Wachstumsfonds >250 Millionen Euro und spezialisierter Hightech-Wagniskapitalfonds (z.B. für Künstliche Intelligenz) initiieren. Die große Koalition hat sich im Koalitionsvertrag mit der Schaffung eines großen nationalen Digitalfonds ein entsprechendes Engagement vorgenommen. Passiert ist bisher leider noch nichts.

Einige Details des Dansk Vækstkapital I und II sollten auch bei einer deutschen Adaption Anwendung finden. Die Fondsmanager des Dansk Vækstkapital müssen über umfangreiche Investment-Erfahrungen verfügen. Die einzelnen Investmententscheidungen werden von den nach privatwirtschaftlichen Maßstäben incentivierten und bewerteten Fondsmanagern frei und ohne politischen Einfluss getätigt. Dansk Vækstkapital hat einen unabhängigen Verwaltungsrat, der von den Pensionskassen (die einzigen Einleger des Dansk Vækstkapital) nominiert und vom Minister für Wirtschaft und Wachstum ernannt wird. Der Verwaltungsrat überwacht und bestimmt die Anlagepolitik und -kriterien des Fonds wesentlich mit und entscheidet, in welche Fonds investiert werden soll. Die unabhängige Governance-Struktur schützt vor politischem Eingriff und Instrumentalisierung. Zudem orientieren sich DVK I und II in ihren Anlageentscheidungen an den Nachhaltigkeitsprinzipien der UN Global Compact Initiative und den

Abb. 1
Zukunftsfonds Deutschland – Das Modell im Überblick



- Dachfonds-Kapital refinanziert sich nach zu definierendem Verhältnis (z. B. 3:1) aus Anleihe (Säule I) über öffentliche Institution (z. B. KfW) und Dachfonds-Direktzusage (Säule II)
- Institutionelle Investoren investieren in risikolose (Staats-)Anleihe mit Zinsaufschlag und direkt in den Dachfonds
- Öffentliche Hand leitet Anleihemittel an Dachfonds weiter, übernimmt Ausfallrisiko und erhält Teil der Fonds-Rendite
- Definierter Anteil (z. B. 20%) fließt in Venture Capital-Fonds (Zielfonds-Ebene)
- Erfahrenes Dachfonds-Management
- Investitionskomitee und Dachfonds-Management entscheidet über Zielfonds-Zusagen

Quelle: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK e. V.).

UN Prinzipien für verantwortungsvolle Investitionen (UNPRI), den sogenannten ESG-Kriterien.

DÄNISCHE ERFAHRUNGEN

Die ersten Erkenntnisse aus Dänemark lassen darauf schließen, dass der dänische Staat mit dem Dachfondsmodell keine Verluste macht, im Gegenteil. Dansk Vækskapital I wurde im Januar 2011 aufgelegt. Im Jahr 2015 hat der Dansvaekskapital I zum ersten Mal mit einem positiven Ergebnis geschlossen, nachdem er 2015 hinsichtlich der Dachfonds ausinvestiert war und derzeit nur noch Kapital nachlegen kann. Ab diesem Zeitpunkt hat Dansk Vækskapital I ununterbrochen Wertzuwächse verzeichnet.

Laut aktuellstem Geschäftsbericht des Dachfonds DVK I, der für das Jahr 2017 erschienen ist, wurde gar ein kulminierter Wertzuwachs von 984,7 Millionen dänische Kronen, also etwa 131,8 Millionen Euro ausgewiesen (DVK I). Der DVK I hat damit bisher eine Initial Rate of Return (IRR) von netto 14,5 Prozent erwirtschaftet. Die IRR ist aus Performance-Perspektive die wichtigste Kennziffer und zeigt, dass sich die Initiative Dänemarks, zumindest bis zum jetzigen Zeitpunkt, gelohnt hat. Stolze 61 Prozent der Startups, in die der DVK I investiert hat, konnten bereits ihre Unternehmensbewertung steigern, 24 Prozent sogar mindestens verdoppeln. Gerade einmal zwei von insgesamt 171 Unternehmen, also etwas mehr als ein Prozent, fielen bisher final aus.

Ein weiteres nicht zu unterschätzendes Ergebnis: Je nach geschlossener Übereinkunft erhalten bereits erste Investoren Rückflüsse aus dem Dachfonds. Das bedeutet, dass die einlegenden Pensionsfonds, die bisher keine bis wenig Routinen im Umgang mit Wagniskapital hatten, eine positive Erfahrung mit dieser Anlageklasse machen. Genau das ist eines der Hauptziele einer solchen Dachfondsstrategie: institutionellen Anlegern Erfahrungen zu ermöglichen, Strukturen für Wagniskapital-Investments aufzubauen und zu zeigen, dass – wenn man es richtig macht – das Rendite-Risiko-Verhältnis von Wagniskapital-Fonds durchaus attraktiv ist. So kann es gelingen, diese großen privaten Anleger auch in Deutschland und Europa dafür zu gewinnen, in das sich dynamisch entwickelnde und für unsere Volkswirtschaft eine entscheidende Rolle spielende Startup- und Digital-Ökosystem zu investieren.

FAZIT

Das Dänische Modell ist vorbildhaft. Allen voran erfüllt es seinen Zweck, den Startups mehr (Wachstums-)Kapital zur Verfügung zu stellen, um diesen volkswirtschaftlich eminent wichtigen Sektor zu stärken. Zudem ist – nach allem, was wir bisher wissen – die Performance solcher Dachfonds-Modelle gut. Einen „Zukunftsfonds Deutschland“ gibt es aber nicht zum Nulltarif. Um attraktiv für (institutionelle) Anleger zu sein, bedarf es eines Entgegenkommens des Staates, der diesen Dachfonds initiiert. Der Staat als Träger des Fonds garantiert, dass es zu keinem Totalverlust kommt. Indem er Anleihen verkauft und die einge-

nommenen Mittel in den Fonds investiert, übernimmt er Investitionsrisiken, erhält aber auch die möglichen Erträge. Die Erfahrungen aus Dänemark zeigen, dass der Staat diese Risiken eingehen kann und an einem solchem Dachfonds am Ende mitverdient. Ein finanzielles Risiko ist trotzdem nicht auszuschließen. Insbesondere dann, wenn sich die gesamtwirtschaftliche Lage derart eintrübt, dass die Performance des Dachfonds darunter leidet. Doch wenn man zu dem Schluss kommt, dass es aus mehreren Gründen Sinn macht, den Markt für Wachstumskapital zu stimulieren, dann lohnt es sich, dieses Risiko einzugehen. Angesichts der (über)mächtigen Konkurrenz aus den USA und China im Technologiesektor ist ein reines „laissez faire“ nicht zu verantworten.

Zu den Autoren

Paul Wolter ist Teamleiter beim Bundesverband Deutsche Startups, Mitglied bei D64 und war bis 2018 stellv. Landesvorsitzender der Jusos Berlin.

Dr. Robert Philipps ist Leiter des Arbeitskreises Mittelstand der Friedrich-Ebert-Stiftung.

Literaturverzeichnis

DVK I: Dansk Vækstkapital Årsrapport 2017: <https://www.danskvaekstkapital.dk/dvk1/da/om-dansk-vaekstkapital/aarsrapport/> (19.1.2019).

EY 2019: EY Start-up-Barometer Januar 2019: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-start-up-barometer-deutschland-januar-2019/\\$FILE/ey-start-up-barometer-deutschland-januar-2019.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-start-up-barometer-deutschland-januar-2019/$FILE/ey-start-up-barometer-deutschland-januar-2019.pdf) (19.1.2019).

KPMG 2019: KPMG Venture Pulse Q4 2018 – Global analysis of venture funding, <https://home.kpmg/content/dam/kpmg/us/pdf/2019/01/venture-pulse-4q18-report.pdf> (19.1.2019).

Mazzucato, Mariana 2014: Das Kapital des Staates. Eine andere Geschichte von Innovation und Wachstum, München.

McKinsey 2017: Analyzing Start-up and Investment Trends in the Mobility Ecosystem: <https://www.mckinsey.com/industries/automotive-and-assembly/our-insights/analyzing-start-up-and-investment-trends-in-the-mobility-ecosystem> (8.10.2018).

BVK 2018: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V. (BVK), Internet Economy Foundation (IE.F), Roland Berger GmbH: Treibstoff Venture Capital – Wie wir Innovation und Wachstum befeuern, https://www.bvkap.de/sites/default/files/news/vc_studie_von_ief_bvk_roland_berger_treibstoff_venture_capital.pdf (8.10.2018).

Impressum

© 2019

Friedrich-Ebert-Stiftung

Herausgeberin: Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik
Godesberger Allee 149, 53175 Bonn, Fax 0228 883 9202, 030 26935 9229,
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

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: 978-3-96250-330-7