

Für eine Gründerzeit 4.0

Förderung der Kapitalversorgung von Start-ups

Um international wettbewerbsfähig und innovativ zu bleiben, ist Deutschland auch auf eine lebendige Gründerlandschaft angewiesen, insbesondere im Bereich der Digitalökonomie. Zur Unterstützung von Unternehmensgründungen wird neben dem Bürokratieabbau („One-Stop-Shop-Lösungen“) und der erleichterten Anwerbung ausländischer Fachkräfte („Tech-Visa“), auch ein einfacherer Zugang zu Kapitalmitteln benötigt. Dies ist umso dringlicher, als dass die Start-up-Finanzierungen infolge der Coronakrise rückläufig sind. Zudem reicht nach einer Studie von Genome die Liquidität von weltweit 41 Prozent der Start-ups gegenwärtig nur für einen Geschäftsbetrieb von durchschnittlich drei Monaten. Grundlegende Maßnahmen für eine bessere Kapitalversorgung sind u. a. eine Stärkung der Anlegerkultur und der Mitarbeiterbeteiligung, die Beendigung der steuerlichen Diskriminierung von Eigenkapital, die Verbesserung der Chancen für Start-ups bei öffentlichen Ausschreibungen, die Förderung universitärer Ausgründungen und die Stimulierung der Investitionen von Versicherungen sowie Pensionskassen auf dem Wagniskapitalmarkt.

Die staatliche Aufgabe sollte dabei weniger in Markteingriffen und direkten Finanzhilfen liegen, als vielmehr in der Schaffung eines günstigen Umfeldes, sodass sich ein tragfähiges Ökosystem aus Start-ups, Risikokapitalgebern, Business Angels und dem Mittelstand entwickeln kann. Deshalb ist die Idee, die Kapitalversorgung vorrangig durch einen staatlichen Fonds sicherzustellen, auch skeptisch zu beurteilen. Der von der Bundesregierung errichtete „Beteiligungsfonds für Zukunftstechnologien“ soll (auch) private Gelder sammeln und in junge Digitalfirmen investieren. Während dabei der Staat einen Großteil des Investitionsrisikos trägt, können institutionelle Anleger hingegen weitestgehend risikoarm anlegen. Dadurch koppeln sich bei den Investitionsentscheidungen jedoch Haftung und Risiko voneinander ab – und ein zentrales Element der Marktwirtschaft wird ausgehebelt. Dies führt tendenziell zu Fehlallokationen der Investitionen, erheblichen Wettbewerbsverzerrungen und erhöhten Haftungsaufwendungen zu Lasten von Steuergeldern.

Ordnungspolitisch sinnvoller wäre es stattdessen, die regulatorischen Rahmenbedingungen für institutionelle Anleger anzupassen, den europäischen Binnenmarkt zu vollenden und die verbliebenen Hürden für Kapitalströme in der EU zu beseitigen (Kapitalmarktunion). Auf diese Weise könnten die wichtigen Investitionen von Versicherern und Versorgungswerken im Bereich des Wagniskapitals gefördert werden, ohne marktwirtschaftliche Grundsätze außer Kraft zu setzen. Angesichts der massiven Bemühungen zahlreicher Staaten die Attraktivität für Technologieunternehmen zu steigern, droht Deutschland den Anschluss zu verlieren. Das Risiko einer, durch die Kapitalknappheit ausgelösten, gebremsten digitalen Entwicklung können wir uns nicht leisten. Europa muss handeln und mit einer „Digitalunion“ den Boden für einen EU-weiten Digitalmarkt bereiten. Auf diese Weise können wir nach den vorhergehenden drei großen Gründerzeiten 1871, 1945 und 1990 eine neue Phase wirtschaftliche Prosperität erreichen.

1. Eine Volkswirtschaft benötigt eine vitale Gründerszene

Unternehmensgründungen im Digitalbereich strahlen auf andere Sektoren aus und haben somit gesamtwirtschaftliche Effekte, da Start-ups besonders innovativ, wachstumsorientiert und international sind. Dies gilt umso mehr, als dass nach einer Hochphase der E-Commerce-Branche, nun auch zunehmend digitale Geschäftsmodelle im Business-to-Business-Segment an Bedeutung gewinnen. Gerade hier liegen für Deutschland mit seiner ausgeprägten industriellen Basis große Chancen. So sehr Deutschland jedoch mutige Start-ups benötigt, so vergleichsweise schwierig sind Gründungen. Neben Bürokratie- und Steuerlasten sowie mangelnder Gründungsbereitschaft ist vor allem die Finanzierungslage ein Haupthindernis. Obwohl noch nie so viel Geld in Start-ups investiert wurde wie gegenwärtig (laut EY Start-up-Barometer waren es 2019 etwa 6,2 Milliarden Euro und damit 36 Prozent mehr als im Vorjahr), sehen rund ein Drittel der Gründer die Kapitalversorgung als größte Herausforderung. So bleibt der Mangel an adäquater Wachstumsfinanzierung eine zentrale Schwäche des deutschen Innovationssystems und wesentlicher Grund für den Wegzug junger Unternehmen ins Ausland.

Hinsichtlich der Finanzierungssituation muss grundsätzlich nach den Entwicklungsphasen der Unternehmen differenziert werden. Für die Anschubfinanzierung bei der Gründung (Seed-Phase) existieren zahlreiche staatliche Instrumente wie etwa der High-Tech-Gründerfonds, EXIST, die KfW Capital, der KfW-Fonds Coparion, INVEST oder bundeslandspezifische Förderungen, sodass mindestens die Hälfte der Investitionen in der Seed-Phase von öffentlichen Kreditgebern stammt. In der darauffolgenden Wachstumsphase benötigen die Unternehmen oftmals erheblich mehr Mittel. Für sie, die noch kein geprüftes Geschäftsmodell haben oder eine risikoreiche internationale Skalierung anstreben, ist es jedoch häufig schwierig eine entsprechende Finanzierung zu erhalten. Obwohl Deutschland in den vergangenen Jahren bei der Ausstattung mit Risikokapital aufholen konnte und zugleich deutsche Unternehmer immer mehr Geld von ausländischen Wagniskapitalfirmen erhalten, ist für die Wachstumsphase weiterhin eine Wagniskapitallücke festzustellen.

2. Maßnahmen für bessere Gründungsbedingungen

Um (junge) Unternehmen besser mit Kapital zu versorgen und Impulse zum Ausbau eines Start-up-Ökosystems zu schaffen, schlagen DIE FAMILIENUNTERNEHMER deshalb folgende Maßnahmen vor:

Stärkung der Anlegerkultur: Kleinanleger belohnen, nicht bestrafen

In Deutschland dominiert bislang ein konservatives und (seit geraumer Zeit) renditeschwaches Sparverhalten etwa in Form von Festgeldern, Sichteinlagen oder Lebensversicherungen. Während derartiges Kapital jedoch erst durch Intermediäre wie Banken und Versicherungen weiterinvestiert werden muss – die dabei regulatorisch eingeschränkt sind, könnten Unternehmen vom gezielten Einsatz des hohen Geldvermögens privater Haushalte auf dem Kapitalmarkt unmittelbar profitieren.

Da der Anlagezweck meist in der Altersvorsorge liegt, ist der Vorteil solchen „geduldigen Kapitals“ ein langer Anlagehorizont, der entsprechend langlaufende Finanzierungen ermöglicht. In dieser Hinsicht könnten die USA Vorbild sein: Dort setzen Sparer intensiv auf den Kapitalmarkt, sowohl mittels Investitionen in Einzeltitel als auch mittels Fonds. So ist es wenig verwunderlich, dass US-amerikanische Investmentfonds und Pensionskassen zu den größten Kapitalgebern von Unternehmen und Start-ups zählen. Dabei wird auch in deutsche Unternehmen investiert, entsprechend waren im Jahr 2019 19 der 30 im DAX notierten Unternehmen mehrheitlich in der Hand ausländischer Anleger. Für den privaten Investor bedeuten solche Anlagen deutlich höhere Renditen bei einem, durch Diversifizierung und ausreichend langer Ansparphase vertretbar gestaltetem Risiko.

Durch eine strukturelle Stärkung der Anlegerkultur in Deutschland könnte also Kapital mobilisiert und direkt Unternehmen zu Verfügung gestellt werden. Gleichzeitig würde die private Altersvorsorge durch höhere Erträge profitieren, breitere Gesellschaftsschichten an den Gewinnen der Unternehmen teilhaben und das gesetzliche Rentensystem entlastet werden. Aus dieser Sicht sind die von Bundesfinanzminister Scholz geplanten Vorhaben einer Finanztransaktionssteuer, der Beibehaltung des Solidaritätszuschlags auf Kapitalerträge und der Streichung der Abschreibungsmöglichkeiten von Totalverlusten bei Wertpapieren verheerend: So wird der Kleinanleger bestraft und die private Altersvorsorge erschwert. Anleger sollten nicht als Spekulanten stigmatisiert, sondern im Gegenteil als langfristig orientierte Sparer dadurch unterstützt werden, dass Kursgewinne nach einer gewissen Haltedauer steuerfrei bleiben.

Bessere Möglichkeiten der Mitarbeiterbeteiligung schaffen

Insbesondere finanzschwache Start-ups haben es oftmals schwer sich im Wettbewerb um hochqualifizierte Mitarbeiter durchzusetzen. Ein Mittel um dennoch Talente zu gewinnen und an sich zu binden, sind Mitarbeiterkapitalbeteiligungen (MKB). Dabei erhalten Arbeitnehmer Eigentumsanteile an ihrem Unternehmen und partizipieren entsprechend am unternehmerischen Erfolg (oder aber auch am Misserfolg). Für Start-ups bedeuten MKB eine finanzielle Entlastung, da ein Teil der Gehälter durch die Beteiligungen abgegolten wird und ihnen somit mehr Liquidität zu Verfügung steht. Im Vergleich zu anderen Ländern sind Beteiligungen der Mitarbeiter bei deutschen Start-ups laut einer Studie von Index Ventures jedoch eine Seltenheit. Ebenso hinkt Deutschland generell bei der Mitarbeiterbeteiligung international weit hinterher (in Frankreich existieren beispielsweise viermal so viele Belegschaftsaktionäre wie hierzulande).

Gründe für die Zurückhaltung bei MKB sind vorwiegend Steuerregeln und der hohe bürokratische sowie finanzielle Aufwand. Dies trifft vor allem auf nicht börsennotierte Unternehmen zu, also viele der Start-ups und Mittelständler. Während die Beteiligung an Kapitalgesellschaften relativ einfach über die Ausgabe von (Belegschafts-)Aktien erfolgen kann, ist die Ausgestaltung von MKB bei Personengesellschaften deutlich aufwendiger. Darüber hinaus sind solche Beteiligungen für Angestellte oftmals finanziell unattraktiv, da die Anteile bereits zum Zeitpunkt des Erhalts auf Unternehmenswertbasis steuerlich wirksam und zusammen mit dem persönlichen Einkommen veranlagt werden („dry income“) – Mitarbeiter also Steuern zahlen, auch wenn ihnen noch kein Gewinn (z. B. aus Veräußerung)

zugeflossen ist. Zwar existieren zur Umgehung Hilfskonstruktionen, wie virtuelle Optionen („Phantomaktien“), diese sind jedoch wenig alltagstauglich.

Deshalb sollten Mitarbeiterbeteiligungen an Personengesellschaften erleichtert werden, etwa indem sie steuerrechtlich Wertpapieren gleichgestellt und damit sowohl der Besteuerungszeitpunkt als auch die Veranlagung (Abgeltungssteuer) angepasst werden. Als eine weitere Maßnahme zur Förderung von MKB könnten die steuerlichen Freibeträge erhöht werden: Während in Deutschland Unternehmen seinen Angestellte nur für maximal 720 Euro (bis 2019 sogar nur 360 Euro) jährlich Aktien steuerfrei anbieten können, sind im Ausland die Beträge wesentlich höher (z. B.: Großbritannien 3.500 Euro, Österreich 4.500 Euro und Irland 12.700 Euro).

Steuerliche Diskriminierung von Eigenkapital beenden

Die bisherige Steuerpraxis setzt einen Anreiz zur Überschuldung, da Zinsen für Fremdkapital steuerlich abzugsfähig sind, nicht jedoch die Verzinsung des Eigenkapitals. Weil es sich bei Venture-Capital um Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Finanzierungsinstrumente (etwa Mezzanine-Kapital) handelt, benachteiligt die derzeitige Steuerausgestaltung die Kapitalversorgung von Start-ups. Soll also die Finanzierung von Start-ups attraktiver gestaltet und der Wagniskapitalmarkt gestärkt werden, gilt es, Eigen- und Fremdkapital steuerlich gleichzustellen und darüber hinaus die Regelungen zum Verlustabzug bei Beteiligungserwerbungen zu verbessern.

Exit-Optionen offenhalten: Keine pauschale Untersagung von „Killer Acquisitions“

Eine wichtige Größe für Gründer und Investoren sind die Exit-Kanäle, die dem Start-up Fortführungsperspektiven und somit (finanzielle) Wachstumschancen eröffnen. Venture-Capital-Geber bewerten ihre Investitionen auf Basis von Renditeerwägungen und Ausstiegsszenarien, da sie sich selten dauerhaft bei einem Start-up engagieren wollen. Eine wesentliche Ausstiegsoption ist die Übernahme der Start-ups durch andere Unternehmen. Gegenwärtig wird aber diskutiert, ob der systematische Aufkauf junger, wachstumsstarker Unternehmen durch marktstarke Digitalkonzerne zum (unterstellten) Zweck der Wettbewerbsvermeidung („Killer Acquisitions“) grundsätzlich zu verbieten sei. Zwar ist es richtig, Marktmacht zu verhindern, jedoch kann sie auch das Ergebnis von Leistungswettbewerb sein. Deshalb gilt es vor allem die missbräuchliche Nutzung von Marktmacht zu sanktionieren und Eingriffe in die Privatrechtsautonomie stets sorgfältig abzuwägen. Das bestehende – und mit der Novelle des GWB noch geschärfte – Wettbewerbsrecht bietet hierfür ein ausreichendes Instrumentarium, eine Änderung der Fusionskontrollverordnung mit niedrigeren Aufgreifschwelen ist nicht nötig. Ein undifferenziertes Verbot der Übernahme von Start-ups würde lediglich Exit-Optionen versperren und wiederum die grundsätzliche Bereitschaft zur Gründung bzw. zur Investition verringern.

Förderung von Ausgründungen aus dem universitären Umfeld

Trotz Spitzenleistungen in der Grundlagenforschung erfolgt ihre Nutzbarmachung in Form konkreter Produkte und Dienstleistungen in Deutschland noch zu zögerlich (wie das Beispiel des MP3-Formates zeigt). Aufgrund des Defizits beim flächendeckenden und systematischen Transfers von Forschungsergebnissen und Technologien in die Praxis, werden neue Geschäftsfelder zu wenig erschlossen – vielleicht auch deshalb entwickeln sich in Deutschland kaum bedeutende Technologie-Unternehmen. Insbesondere Ausgründungen an deutschen Hochschulen sind ein wichtiger Transmissionsriemen, jedoch leider in ihrer Anzahl gering, wie der Stifterverband in seinem jährlichen Hochschul-Barometer auch 2019 wieder feststellt. Gründungen aus Hochschulen heraus können potentielle Kapitalgeber zu Investitionen bestärken, da ihre Geschäftsideen in der Regel solide sind und das Projekt der Unternehmensgründung durch universitäre Strukturen professionell unterstützt wird.

Eine Förderung universitärer Ausgründungen würde somit nicht nur das Volumen des Wagniskapitalmarktes durch die Schaffung lohnender Investitionsmöglichkeiten erhöhen, sondern die (steuergeldfinanzierte) Grundlagenforschung auch einer gesellschaftlich nützlichen Verwendung zuführen. Neben Erleichterungen zur Gründung etwa durch weniger Bürokratie und mehr Beratungsleistungen, sollten auch die Netzwerke zwischen Forschungseinrichtungen und Wagniskapitalfinanzierern ausgebaut werden.

Der Staat als Vorbild: Zielgerichtete Anlage staatlicher Gelder

Bei der Kapitalanlage aus Motiven der Altersvorsorge könnte die öffentliche Hand eine Vorreiterrolle einnehmen: Die Pensionskassen des Staates – allein der Pensionsfonds Bund umfasst ca. 20 Milliarden Euro Vermögen – sollten unter Wahrung einer verantwortungsvollen Risikokalkulation die Versorgungsrücklage für die Beamtenpensionen verstärkt im Venture Capital-Sektor investieren. Dies könnte indirekt über entsprechende Fonds erfolgen, sodass der Staat nicht direkt und dauerhaft an Start-ups beteiligt ist.

3. Stimulierung des Wagniskapitalmarktes für institutionelle Investoren

Eine wesentliche Maßnahme für eine bessere Kapitalversorgung ist die Stärkung der Investitionen von Kapitalsammelstellen in den Bereich des Venture Capitals. Vorteilhaft ist dies auch für die institutionellen Anleger selbst, da sie angesichts des Niedrigzins-Umfeldes immer mehr Schwierigkeiten bekommen auskömmliche Renditen zu erzielen. Vor allem für Versicherer ist es zunehmend eine Herausforderung mit strategischen Anlagen die Ertragsgarantien ihrer Kunden zu erfüllen. Die Versicherungsbranche mit einem Anlagevolumen von weltweit rund 35 Billionen US-Dollar zählt laut PwC-Studie mit zur größten Investorengruppe, die mit ihrer Bereitschaft zu Private Equity-Investitionen die Wagniskapitallücke verkleinern könnten.

Deshalb ist es zu begrüßen, dass die Bundesregierung sich bemüht, verstärkt Versicherer in den Wagniskapitalmarkt zu bekommen. Bereits der CDU/CSU-SPD-Koalitionsvertrag setzte sich die Mobilisierung von Wagniskapital und die bessere Versorgung von Start-ups in der

Wachstumsphase zum Ziel. Handlungsdruck wird dabei sowohl durch die europäische Ebene als auch andere Länder erzeugt. So sieht das Arbeitsprogramm der EU-Kommission vor, die Innovationskraft Europas durch mehr Start-up-Gründungen zu stärken, die hierfür verbesserte Finanzierungsmöglichkeiten erhalten sollen. Dazu sollen mittels der Unterlegung der Investments von institutionellen Anlegern mit EU-Garantien die Risiken für Wagniskapitalgeber abgedeckt werden. Auch die Gründungsoffensive in Frankreich, einem persönlichen Anliegen von Emanuel Macron, zielt auf die Schaffung eines Fonds ab. Die Finanzierung des Fünf-Milliarden-Euro-Fonds soll zu einem Drittel aus öffentlichen Mitteln und zu zwei Drittel von privaten institutionellen Anlegern wie den Versicherern Axa, aber auch der Allianz stammen.

Deutschland folgt diesem Trend, indem sich ein parteiübergreifender Konsens zur Schaffung eines staatlichen Investitionsvehikels für Wagniskapital gebildet hat. Im Rahmen des Kopplungsgeschäftes zur Grundrente wurde am 10.11.2019 im Koalitionsausschuss vereinbart, einen bei der KfW angesiedelten „Beteiligungsfonds für Zukunftstechnologien insbesondere in den Bereichen Digitalisierung und Klimatechnologien“ aufzulegen. Er soll binnen zehn Jahre auf zehn Milliarden Euro anwachsen und es institutionellen Anlegern erleichtern in Wagniskapital zu investieren. Nachdem das lange diskutierte dänische Modell als Vorbild verworfen wurde, wird derzeit an den Details des sog. Wasserfall-Ansatzes gearbeitet. Hierbei investieren sowohl die Versicherer als auch der Staat in einen Dachfonds, der wiederum in private Wagniskapitalinvestmentfonds anlegt. Die Idee sieht vor, dass der Staat für Verluste eher haftet als die institutionellen Anleger. Dazu profitiert ein Teil des Investments (Senior Shares) vorrangig von den erwarteten Gewinnen, während der restliche Teil nachrangig bedient wird (Junior Shares). Entsprechend soll der Staat die Junior Shares halten und den institutionellen Investoren die Senior Shares mit einem geringeren Ausfallrisiko überlassen.

Für eine umfassende Bewertung des Fonds muss die genaue Ausgestaltung abgewartet werden. Aus einer ordnungspolitischen Perspektive ist es problematisch, dass die Verwaltung des Fonds in öffentlicher Hand liegen soll und zudem den ohnehin schon kaum überschaubaren Wildwuchs an Förderprogrammen weiter verstärkt. Bereits jetzt stammen für den Zeitraum 2014 bis 2018 rund 33 Prozent des gesamten Wagniskapitals aus dem öffentlichen Sektor. Darüber hinaus erwächst aus einem solchen Fonds die Gefahr der Fehlallokationen von Investitionen, erheblichen Wettbewerbsverzerrungen und erhöhten Haftungsaufwendungen zu Lasten von Steuergeldern. Mit der staatlichen Garantie eines relativ risikofreien Investments für institutionelle Anleger kommt es zu einer Entkopplung des Prinzips der Einheit von Haftung und Risiko.

4. Digitalunion: Vollendung des digitalen EU-Binnenmarktes

Die drängende Aufgabe der Stimulierung des Wagniskapitalmarktes durch private und institutionelle Investoren sollte primär nicht durch einen Staatsfonds gelöst werden, sondern stattdessen durch die Anpassung des regulatorischen Hintergrundes für Kapitalsammelstellen (wie Versicherungen, Stiftungen und Versorgungswerke) und die Vollendung des europäischen Binnenmarktes. Zwar sehen die verschiedenen Regelwerke, die für die jeweiligen Anlegergruppen gelten generell kein explizites Verbot von Wagniskapitalinvestitionen vor, wirken jedoch über die Erfordernisse von u.a. Kapitalerhalt und Sicherungsvermögen indirekt. So müssen Versicherungen, Pensionskassen und Banken für ihre Investitionen ein Risikopolster in Form von Eigenkapital vorhalten. Die europäische Solvency-II-Regelung schreibt etwa eine Kapitalhinterlegung von 49 Prozent für Venture Capital-Investitionen vor. Diese hohen Eigenkapitalanforderungen sind ein Grund dafür, dass die riskante Start-up-Finanzierung für Kapitalsammelstellen wenig attraktiv ist – aber sie schließen Investitionen nicht gänzlich aus (wie Investitionen deutscher Versicherer in ausländische Start-ups zeigen).

Die Zurückhaltung bei Venture Capital-Investitionen sind insbesondere auch auf das geringe Volumen (Ticketgröße) und zu geringe Ertragserwartungen zurückzuführen. Je kleinteiliger die Beteiligungsmöglichkeiten sind (also je weniger Investmentvolumen je Start-up getätigt wird), desto relativ aufwendiger ist die Investition für die Versicherer, da ihnen für das vergleichsweise kleine Investitionsvolumen Mindestkosten entstehen. Ursächlich für die kleineren Größen sind die begrenzten Möglichkeiten im fragmentierten europäischen Markt die Geschäftsmodelle flächendeckend auszurollen (Skalierbarkeit), sodass Start-ups in Europa tendenziell deutlich langsamer größer werden als in den USA oder China mit ihren einheitlichen Märkten. So ist zu beobachten, dass bei institutionellen Anleger globale Fonds mit europäischer Beimischung beliebter sind als rein auf Europa fokussierte Fonds. Ansteigende Unternehmensgrößen und damit eine zunehmende Kapitalabsorptionsfähigkeit führen im Trend zu einer höheren Investitionsbereitschaft. Ebenso steigt dadurch die Chance, dass Start-ups zu wertvollen Unicorns heranwachsen und in der Gesamtkalkulation des Investmentportfolios dadurch das unvermeidbare Ausfallrisiko anderer Unternehmensinvestitionen überkompensieren.

Deshalb ist als zentrale Maßnahme die Vollendung des (digitalen) europäischen Binnenmarktes und außerdem die Beseitigung von verbliebenen Hürden für Kapitalströme (wie es bereits in den Plänen zu einer Kapitalmarktunion anklingt) anzustreben. Mit regulatorischen Anpassungen könnten Start-ups in Europa schneller wachsen und damit für institutionelle Anleger attraktiver werden lassen, wie es etwa der Fintech-Bereich (z. B. N26) veranschaulicht. Europa benötigt die Möglichkeit sinnvoller grenzüberschreitenden Venture Capital-Investitionen und eine wettbewerbsfähige Technologiebörse. Zudem sollten europaweit die sich durch die Digitalisierung ergebende Chancen genutzt werden und bestehende Regularien auf den Prüfstand gestellt und geschlossene Sektoren gegebenenfalls liberalisiert werden. Das beste Konjunkturprogramm für Start-ups ist eine europäische „Digitalunion“.