



Wachstumsfinanzierung für Startups

Zukunftsfonds & steuerlicher Rahmen

Auf einen Blick

Deutschland braucht innovative Startups, die schnell wachsen und global erfolgreich sind. Zugleich muss der Abfluss von Knowhow verhindert werden, denn Startups wandern ins Ausland ab, wenn sie dort bessere Finanzierungs- und Entwicklungsmöglichkeiten vorfinden.

Während in den USA 2017 64 Mrd. Euro aus VC-Fonds (Venture Capital, rd. 0,37 Prozent des BIP) investiert wurden, waren es in Deutschland gerade einmal 1,1 Mrd. Euro und 0,04 Prozent des BIP. Die VC-Investitionen in China lagen mit 63 Mrd. Euro fast gleichauf mit den USA. Auch im europäischen Vergleich hinkt Deutschland hinterher. Gerade die kapitalintensive Wachstumsphase ist unterfinanziert. Großvolumige VC-Fonds fehlen in Europa und vor allem in Deutschland. Für institutionelle Anleger sind die aktuellen kleinvolumigen VC-Fonds uninteressant, da sie große Summen anlegen wollen. Die Investitionen der VC-Fonds konzentrieren sich auf die frühen Phasen (2017: Early Stage 795 Mio. Euro, Later Stage 344 Mio. Euro). Das Ergebnis: Den Startups fehlt das Wachstumskapital. Sie bleiben bei Expansion und Professionalisierung weit hinter den Möglichkeiten ihrer internationalen Wettbewerber zurück – oder wandern ab. Dadurch entstehen nur wenige deutsche Milliardenunternehmen („Unicorns“), so dass der Standort Deutschland für große Investoren unattraktiv erscheint. Es gilt hier eine Lösung zu finden.

Darüber hinaus sind Investoren und VC-Fonds in Deutschland mit steuerlichen und bürokratischen Hürden konfrontiert.

Deshalb:

- einen Zukunftsfonds Deutschland mit einem Volumen von min. einer Mrd. Euro großvolumige Anlagemöglichkeiten für institutionelle Investoren bereitstellen und die Gesellschaft beteiligen,
- auf bayerischer Ebene die bestehenden Finanzierungsmodelle erweitern und neue entwickeln,
- die Chancen von Venture Debt als komplementäre Finanzierungsform stärken und weitere Programme auflegen,
- VC-Fonds und Investments steuerlich entlasten sowie die steuerliche Berücksichtigung von Verlusten verbessern.

Beschluss der Vollversammlung vom 4. Dezember 2019.

Stimme der Wirtschaft



Wenn wir Startups in der Wachstumsphase nicht verlieren wollen, brauchen wir in Deutschland großvolumige Fonds mit dem Staat als Ankerinvestor, Initiativen um private Mittel zu hebeln und komplementäre Finanzierungsangebote.

Thomas Dittler, Dittler Industriebeteiligungen GmbH, stv. Vorsitzender des Industrie- und Innovationsausschusses der IHK für München und Oberbayern

Forderungen



- „Zukunftsfonds Deutschland“ mit mind. einer Mrd. Euro Volumen einrichten, in den institutionelle und private Anleger sowie Unternehmen und der Staat investieren, der als Dachfonds in nationale und auch internationale Fonds investiert.
- Modell des **Wachstumsfonds Bayern** erweitern: Aufstockung des bestehenden Wachstumsfonds und Einrichtung eines neuen „Zukunftsfonds Bayern“, der speziell Investments > 8 Mio. Euro adressiert.
- **Venture Debt:** Bei den bestehenden Angeboten die Kräfte bündeln und die Instrumente weiterentwickeln.
- **Steuerliche Rahmenbedingungen** für Investoren und VC-Fonds innovationsfördernder gestalten: Umsatzsteuer auf die Verwaltungsleistung von VC-Fonds abschaffen, Investments in Startups sofort steuerlich geltend machen, die Verlustverrechnung verbessern und den Wegfall von Verlusten auf Missbrauchsfälle beschränken.

Zukunftsfonds Deutschland einrichten

Der „Zukunftsfonds Deutschland“ sollte als Dachfonds konzipiert werden und mindestens über ein Fondsvolumen von einer Mrd. Euro verfügen. Ziel ist es, Ideen aus Deutschland mit hiesigem Kapital zu finanzieren. Als potenzielle Investoren werden institutionelle Anleger (Pensionsfonds, Kreditinstitute, Versicherungen, Family Offices, Stiftungen u.a.), aber auch etablierte Unternehmen adressiert. Um die Gesellschaft einzubinden, könnten zudem Privatpersonen (über einen Bürgerfonds) beteiligt werden. Die öffentliche Hand übernimmt die Funktion des Ankerinvestors. Der Staat sollte in den Anfangsjahren durch eine vorrangige Verlustübernahme und eine nachrangige Ertragspartizipation das Risiko der Anleger reduzieren. Für den Anlageerfolg sollte die Risikostreuung bei der Investmentstrategie berücksichtigt werden: Der Zukunftsfonds sollte – teilweise international – in Venture Capital Fonds, in Private Equity- und Venture Debt-Fonds sowie direkt in Scaleups investieren dürfen.

Forderungen



- Der „Zukunftsfonds“ soll in Form eines Dachfonds aufgesetzt werden.
- Investoren sind institutionelle Anleger, etablierte Unternehmen, und die Gesellschaft.
- Der Staat ist Ankerinvestor und minimiert das Risiko der Anleger.
- Das Fondsvolumen muss mind. eine Mrd. Euro betragen.
- Zur Risikostreuung kann der Dachfonds auch international anlegen.

Wachstumsfonds Bayern

Der Wachstumsfonds Bayern sollte auf mindestens 200 Mio. Euro – möglichst unter Einbeziehung von EU-Mitteln – aufgestockt werden. Zusätzlich sollte ein „Zukunftsfonds Bayern“ (400 Mio. Euro) für die Wachstums- und Expansionsfinanzierung ab Finanzierungsrunde B aufgelegt werden, der ebenfalls den Einsatz von privaten Investoren hebt. Die Einzelinvestitionen sollten max. 20 Mio. Euro betragen.

Forderungen



- Wachstumsfonds Bayern auf 200 Mio. Euro aufstocken.
- Neuen „Zukunftsfonds Bayern“ auflegen mit Konzentration auf fortgeschrittene Finanzierungsrunden (ab B) und Einzelinvestitionen bis max. 20 Mio. Euro.

Venture Debt

Venture Debt ist eine komplementäre Finanzierungsmöglichkeit. Statt der klassischen Sicherheiten wird auf die Unternehmensbewertung abgestellt und die Beteiligung von Wagniskapitalinvestoren herangezogen. Es fehlen geeignete Bewertungsinstrumente, um das Ausfallrisiko abzubilden sowie konkrete praxiserprobte Vertragsbedingungen für Kredite.

Forderungen



- Bewertungsstandards entwickeln.
- Startup-adäquate Vertragsbedingungen für Kredite vorgeben.

Attraktive steuerliche Bedingungen für Investoren schaffen

Die Mehrwertsteuer auf Verwaltungsleistungen beim Fondsmanagement muss beseitigt werden, um den Standortnachteil Deutschlands abzuschaffen. Startup-Investoren gehen ein erhebliches Risiko ein. Daher sollten sie die Aufwendungen für Investments steuerlich sofort geltend machen können. Beim Anteilseignerwechsel ist der drohende Untergang von Verlusten ein wesentlicher Hemmschuh. Der Wegfall von Verlustvorträgen sollte auf Missbrauchsfälle beschränkt werden.

Forderungen



- Mehrwertsteuer auf Verwaltungsleistungen von VC-Fonds abschaffen.
- Investments sollten steuerlich sofort abziehbar sein.
- Steuerliche Berücksichtigung von Verlusten verbessern und Wegfall von Verlustvorträgen bei Anteilseignerwechsel auf Missbrauchsfälle beschränken.

Ansprechpartner:

Dr. Ute Berger ☎ 089 5116 -1341 @ ute.berger@muenchen.ihk.de
 Martin Clemens ☎ 089 5116 -1252 @ martin.clemens@muenchen.ihk.de
 Joachim Linke ☎ 089 5116 -1335 @ joachim.linke@muenchen.ihk.de

LANGFASSUNG DER POSITION

Inhalt

1.	Wo stehen wir heute?	4
2.	Wachstum finanzieren – Zukunftsfonds auflegen.....	4
2.1	Ausgangssituation	4
2.2	Maßnahmen anderer Länder	5
2.3	Lösungsansatz Deutschland: “Zukunftsfonds Deutschland” auflegen	7
2.3.1	Investoren.....	7
2.3.2	Diskussionsansatz: „Dänisches“ Modell	8
2.3.3	Diskussionsansatz: Wasserfallmodell (WFM).....	9
2.3.4	TOP 8 Eckpunkte für den Zukunftsfonds Deutschland	10
2.4	Lösungsansatz Bayern: Wachstumsfonds aufstocken und Zukunftsfonds auflegen.....	11
3.	Venture Debt als komplementäre Finanzierung	12
3.1	Bestehende Venture Debt-Fazilitäten	12
3.2	Weiterentwicklung und Ausbau der Venture Debt-Angebote.....	13
4.	Attraktive steuerliche Bedingungen für Investoren schaffen	14
4.1	VC-Fonds stärken und entlasten.....	14
4.2	Investments sofort steuerlich abziehen.....	14
4.3	Steuerliche Berücksichtigung von Verlusten verbessern.....	15

1. Wo stehen wir heute?

Von den sieben wertvollsten Internet-Unternehmen der Welt (Apple, Amazon, Alphabet, Microsoft, Facebook, Alibaba und Tencent) kommen fünf aus den USA, zwei aus China. Ihnen allen ist gemeinsam, dass Investoren – ob private oder staatliche – sie in den entscheidenden Jahren nach der Gründung mit sehr viel Geld finanziert haben. Allein Facebook hat über 600 Mio. US\$ erhalten.

In Deutschland liegt die durchschnittliche Größe eines VC-Fonds bei 105 Mio. Euro. Es ist daher nicht weiter verwunderlich, dass diese Fonds keine Wachstumsfinanzierung leisten können – zumal i.d.R. ein einzelnes Investment 10 Prozent des Fondsvolumens nicht übersteigen sollte. Zwar existieren erste staatliche Fonds in Bayern und Deutschland für die Wachstumsfinanzierung, aber auch die Ausstattung dieser Fonds bleibt weit hinter dem Bedarf zurück. So umfasst der Wachstumsfonds Bayern 100 Mio. Euro, der bei der KfW angesiedelte und mit EIF-Mitteln unterstützte Fonds Coparion 275 Mio. Euro. Zum Vergleich: Die großen US-amerikanischen Fonds verfügen über mehrere Milliarden Euro an Kapital (z. B. Accel – 6 Mrd. US\$, Balderton Capital 2 Mrd. US\$)¹.

Um den Startup-Standort Deutschland für junge Unternehmen und für Investoren attraktiver zu machen, müssen eine Reihe von Hemmnissen überwunden werden. Es gibt:

- zu wenige Investoren auf allen Ebenen
- zu wenig großvolumige VC-Fonds
- zu viele regulatorische Hürden
- zu wenig Teilhabe der Gesellschaft an der Zukunft

Deshalb fokussiert diese Position auf die wichtigsten Forderungen, um mehr privates Kapital zu akquirieren. Sie zeigt denkbare Konzepte für institutionelle Investoren auf und gibt Anregungen, um die internationalen Aktivitäten für Startups zu fördern.

2. Wachstum finanzieren – Zukunftsfonds auflegen

2.1 Ausgangssituation

Die eintausend größten Pensionskassen und Versorgungswerke in Europa verwalteten 2017 rund 7 Billionen Euro (Kapitalstock), Deutschland hat davon einen Anteil von 612 Mrd. Euro (8,7 Prozent). Würden nur 0,7 Prozent in innovative Startups investiert, würde Europa den Rückstand

Hinweis



Deutschland braucht mehr Kapital zur Wachstumsfinanzierung von Startups.

Es braucht:

- mehr Investoren,
- großvolumige Anlagemöglichkeiten,
- den Abbau regulatorischer Hürden und
- Teilhabe der Gesellschaft.

Hinweis



Institutionelle Investoren brauchen großvolumige Fonds, die breit gestreut in attraktive Unternehmen mit hohem Wachstumspotenzial anlegen.

¹ <https://www.gruenderkueche.de/fachartikel/top-15-der-Venture-Capitals-die-wichtigsten-internationalen-venture-capital-geber-die-gruender-kennen-sollten/> Abruf am 19.8.2019

beim VC-Kapital gegenüber den USA aufholen². Das Vermögen von Stiftungen, Banken, Versicherungen und Family Offices ist hierbei nicht eingerechnet. Derzeit investieren beispielsweise Versicherungen etwa 0,3 Prozent ihrer Kapitalanlagen in VC-Fonds in den USA, Europa und Asien.

In den USA fließen rund fünf Prozent der investierten Pensionskassengelder in den Venture-Capital-Bereich. Auf der Basis von über 30 Jahren Erfahrung erzielten die Vorsorgeeinrichtungen mit ihren Risikokapitalinvestitionen eine durchschnittliche Rendite von 12 bis 18 Prozent³.

Professionelle, institutionelle Anleger wie Versicherungen und Versorgungswerke sind eine wichtige Investorengruppe – v.a. in der aktuellen Niedrigzinsphase^{4,5}. Diese großen Gesellschaften suchen Beteiligungsmöglichkeiten für große Beträge (oft > 40 Mio. Euro). Dabei wollen sie aber meist maximal 20 Prozent des Fondsvolumens stellen. Bei der derzeitigen Fondssituation in Deutschland ist dies kaum möglich, da die Fonds zu klein sind (s. S. 4., oft deutlich unter 100 Mio. Euro)^{6,7}.

2.2 Maßnahmen anderer Länder

Erste Länder in Europa haben dies längst erkannt und testen neue Wege. Neben Direktinvestments betreiben sie Dachfonds, bei denen zwar die doppelte Managementgebühr (Dachfonds und VC-Fonds)⁸ anfällt, aber die Risikostreuung besser ist.

Beispiel Dänemark:

Der Dänische Staatsfonds Dansk Vækstkapital ist eine Partnerschaft zwischen dem dänischen Staat und dänischen Pensionsfonds. Ziel ist es, Startups und KMU mit Wachstumspotenzial mit Risikokapital zu unterstützen. Dansk Vækstkapital hat zwei Fonds aufgelegt, die als Dachfonds in große VC-Fonds mit nachgewiesenem Erfolg investieren. Der dänische Staat profitiert bereits vom ersten Fonds: Der Fonds I (aufgelegt 2011) hat sein Volumen von ca. 550 Mio. Euro in 16 Fonds investiert. Er hat bis einschließlich 2017 eine Initial Rate of Return (IRR) von netto 14,5 Prozent erwirtschaftet⁹. Fonds II (aufgelegt 2015) hat ca. 400 Mio. Euro auf 10 Fonds verteilt. Er investiert bis zu einem Drittel des Kapitals in Risikofonds, die in junge Unternehmen investieren. Zwei Drittel werden Fonds zugewiesen, die sich auf etablierte kleine und mittlere Unternehmen konzentrieren. Anleger können entweder direkt in den Fonds investieren – und damit auch die gesamte Rendite einfahren, oder eine fest verzinsten Staatsanleihe erwerben. In diesem Fall investiert der Staat und erhält die Rendite abzüglich der Zinsen für die Anleihe. Der Anleger

Hinweis



Der erste dänische Staatsfonds hat eine Rendite von 14,5 Prozent erwirtschaftet. Mittlerweile wurde der 2. Fonds aufgelegt und investiert.

² Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V. (BVK), Studie „Treibstoff Venture Capital“, erschienen Juli 2018

³ <http://www.punktmagazin.ch/wirtschaftliches/reiche-schweiz-arme-start-ups/> Artikel v. 15.12.2018

⁴ Bundesverband der Deutschen Industrie e.V. (BDI), 2016, Industrie-Startups stärken. Die nächste Unternehmensgeneration erfolgreich machen, S. 37ff und 87.

⁵ Expertenkommission Forschung und Innovation (EFI), Gutachten 2015 – Gutachten zu Forschung, Innovation und Technologischer Leistungsfähigkeit Deutschlands, 25.02.2015, S. 14.

⁶ Ernst & Young EY, 2015, Liquidity meets perspective. Venture Capital and Start-ups in Germany 2015. VENTURE CAPITAL Trends initiative by EY, S. 17.

⁷ Jacobi, Olaf, Die deutsche Venture-Capital-Szene – VCs in Deutschland, Gründerszene.de, Das Who-is-who der Investoren, 17.02.2011, vgl.: <http://www.gruenderszene.de/finanzen/venture-capital-szene-deutschland> (letzter Abruf am 24. Februar 2017).

⁸ Geldanlage-Anbieter.de, Dachfonds – Gleichzeitiges Investment in mehrere Aktienfonds, vgl.: <http://www.geldanlage-anbieter.de/dachfonds.html> (letzter Abruf am 24. Februar 2017).

⁹ Wolter, Phillips, Friedrich-Ebert-Stiftung, WISO direkt 07/2019 „Der Zukunftsfonds Deutschland“

erhält ein sicheres Investment mit staatlicher Ausfallgarantie. Allerdings scheint es beihilferechtliche Bedenken seitens der EU zu geben.

Das Vorbild Dänemark hat die Parteien in Deutschland zu ähnlichen Überlegungen veranlasst. Ein solches Modell entspräche auch dem im Koalitionsvertrag formulierten Ziel, „dass Ideen aus Deutschland auch mit Kapital aus Deutschland finanziert werden können“. So hat die FDP im Juni 2019 einen entsprechenden Antrag zum Aufbau eines Zukunftsfonds in den Bundestag eingebracht. Die CDU/CSU-Fraktion aber auch SPD und Friedrich-Ebert-Stiftung denken in ähnliche Richtungen. Die GRÜNEN hingegen erwägen die Einrichtung eines Bürgerfonds zur Altersabsicherung.

Beispiel Schweiz:

Die privatwirtschaftlich organisierte Stiftung Pro Zukunftsfonds Schweiz (Gründung 2016) will einen Dachfonds für institutionelle Anleger aufbauen. Dieser soll über 50 Prozent der Mittel in der Schweiz und den Rest in Europa in hoch spezialisierte, privatwirtschaftlich organisierte Wagniskapitalgesellschaften investieren. Schwerpunkte sind dabei Wachstumssektoren wie Energy & Cleantech, neue Materialien & Werkstofftechnologie, Nanotechnologie, IT & Robotik sowie Biotechnologie & Medizintechnik. Wann der Fonds an den Start geht ist derzeit noch ungewiss.

Die Swiss Entrepreneurs Foundation mit Sitz in Bern wurde am 15. Dezember 2017 gegründet. Die gemeinnützige Stiftung will Startups wie Unternehmertum und Innovation in der Schweiz fördern. Unter anderem wurde der Swiss Entrepreneurs Fund aufgelegt. Er investiert nur in Startups und KMU in der Wachstumsphase (Internationalisierung) mit einem Finanzierungsbedarf zwischen CHF 5-20 Millionen. Nach dem ersten Closing bei 190 Mio. CHF beginnt die Investitionsphase in Q3/2019. Geplant sind sowohl Fund of Funds Investments und als auch Direktinvestitionen in wachstumsstarke innovative Startups und KMU's. Der Fonds steht institutionellen Anlegern offen – einige Banken und Versicherungen sind Stiftungsgründer oder Donatoren (z. B. Die Mobilier Versicherungen & Vorsorge, UBS, Credit Suisse, Helvetia Versicherung).

Bei beiden Stiftungen ist der Staat nicht beteiligt – auch nicht an den Fonds.

Hinweis



In der Schweiz sind zwei Stiftungen ohne staatliche Beteiligung aktiv. Die Performance ist noch nicht erwiesen.

2.3 Lösungsansatz Deutschland: „Zukunftsfonds Deutschland“ auflegen

Auch Deutschland sollte einen Zukunftsfonds aufbauen, der als Dachfonds in das Wachstum von innovativen Startups und ggf. auch mittelständischen Unternehmen investiert.

2.3.1 Investoren

Institutionelle Anleger: Zu den institutionellen Anlegern zählen Versicherungen, Pensionsfonds, Stiftungen und Family Offices. Vor allem Letztere haben oft ein hohes Interesse in Deutschland zu investieren.

Versicherungen dürfen in Deutschland aufgrund regulatorischer Vorgaben nur einen geringen Teil ihrer Assets in hochriskante Anlagen investieren. In der Praxis liegen daher Investments in Private Equity und VC bei drei Prozent der angelegten Mittel oder weniger. Davon wiederum werden nur ca. zehn Prozent in VC investiert.

Versicherer müssen unter dem seit 01.01.2016 geltenden Regelwerk Solvency II ausreichend Eigenkapital entsprechend der Risikosituation ihrer angelegten Mittel vorhalten. Direktinvestitionen müssen zu einem hohen Prozentsatz mit Eigenkapital hinterlegt werden.

Etablierte Unternehmen: Analog zum High-Tech Gründerfonds sollte der „Zukunftsfonds Deutschland“ auch etablierten Unternehmen offen stehen, die Startups unterstützen und ihr Anlagerisiko streuen wollen.

Gesellschaft: Gerade Unternehmen werfen der deutschen Gesellschaft oft mangelnde Technologiebegeisterung und Skepsis gegenüber Unternehmertum vor. Genau deshalb scheint es wichtig, Privatpersonen den Zugang zum Zukunftsfonds Deutschland zu öffnen. Ziel ist es, über eine Alternative zu Aktien und handelbaren Fonds das Bewusstsein über die Rolle von Unternehmertum und Technologie zu schärfen und gleichzeitig von Innovationen zu profitieren.

Staat: Die öffentliche Hand könnte eine Doppelfunktion übernehmen: Als Ankerinvestor und als Risikominimierer.

Dabei könnte langfristig auch überlegt werden, die Bundesländer einzubinden. Statt oder ergänzend zu den Einzelinitiativen der Länder könnten sich diese ebenfalls am „Zukunftsfonds Deutschland“ beteiligen. So könnte eine noch höhere „kritische Masse“ zur Wachstumsfinanzierung generiert werden.

Hinweis



Investoren sind:

- Institutionelle Anleger,
- Unternehmen,
- Bürger und
- der Staat.

Hinweis



- Institutionelle Anleger sind regulatorisch stark begrenzt in ihren Anlagemöglichkeiten in Risikokapital.
- Risikokapitalanlagen müssen zu einem hohen Anteil regulatorisch mit Eigenkapital unterlegt werden.

Hinweis



Die Gesellschaft sollte sich über einen „Bürgerfonds“ an der Zukunft beteiligen können.

Hinweis



Der Staat sollte in den Anfangsjahren als Ankerinvestor und als Risikominimierer agieren.

2.3.2 Diskussionsansatz: „Dänisches“ Modell

Direktinvestment: Anleger, die höhere Renditen erzielen, aber auch ein höheres Ausfallrisiko tragen wollen, investieren direkt in den Dachfonds.

Anleihe: Anleger, die an einer Festverzinsung, garantierten Rückzahlung mit definierter Laufzeit interessiert sind, können in eine staatliche Anleihe investieren. Das Kapital aus der Anleihe wird wiederum in den Dachfonds investiert.

Institutionelle Investoren sollten neben ihrem Direktinvestment max. die gleiche Summe über Anleihen zeichnen können. Dadurch können sie ihr Investment aus Anleihe und Direktinvestition individuell gewichten und damit ihr Risiko-Rendite-Profil einstellen.

Bürger können – wie alle anderen Investoren auch – entweder direkt oder über eine Anleihe investieren. Um dabei dem Verbraucherschutz gerecht zu werden sind bestimmte Regeln zu beachten:

- Ermittlung des Risikoprofils (nach MiFid II gemäß den Klassen I – VII)
- Überprüfung der Risikotragfähigkeit (Nachweis über Vermögen, damit ein Totalausfall verkraftet werden kann)
- Aufklärung über das Risiko der Anlage

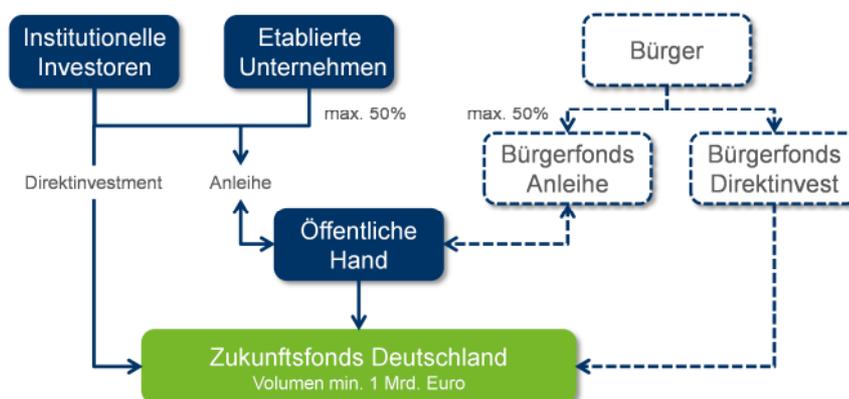
Gleichzeitig darf der „Zukunftsfonds Deutschland“ nicht mit einer Vielzahl „unerfahrener“ Investoren belastet werden. Deshalb sollten Anlagen privater Investoren in einem Bürgerfonds gepoolt werden. Sinnvollerweise sollte es dabei eine Investitionsuntergrenze (z. B. 10.000 Euro) geben. Aus Verbraucherschutzgründen könnte auch eine obere Grenze (z. B. 100.000 Euro) festgelegt werden.

Die **öffentliche Hand** würde in dem „Anleihemodell“ ausschließlich eine Garantie für den Anleihebetrag übernehmen. Im Gegenzug würde sie die Renditen einbehalten, die sich aus diesem Teil der Investitionen ergäben – also die Differenz zwischen der den Anleihe-Investoren zugesagten und der tatsächlich aus dem Dachfonds erzielten Rendite. Zudem kann der Staat als Ankerinvestor das von den Investoren eingesetzte Kapital durch eigenes Direktinvestment hebeln. So könnte der Staat von dem Dachfondsmodell auch in monetärer Hinsicht profitieren.

Hinweis

Der Staat ist Ankerinvestor und puffert zugleich das Risiko der Anleger bis zu 50 Prozent des Fondsvolumens ab.

„Dänisches“ Modell: Anlagekonzept



2.3.3 Diskussionsansatz: Wasserfallmodell (WFM)

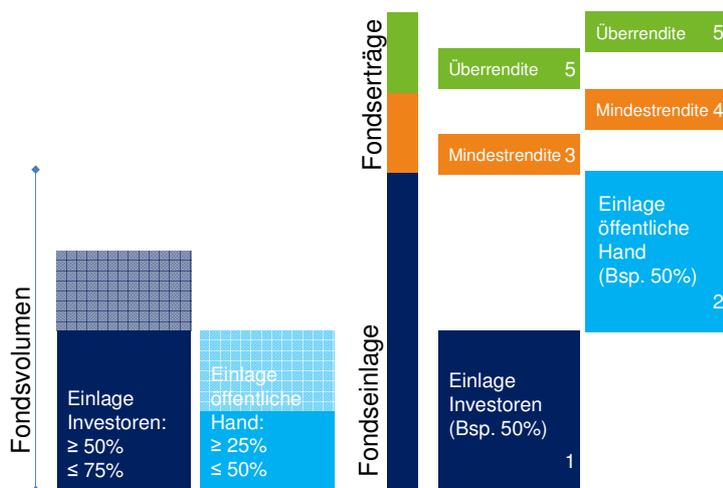
Für den Fall beihilferechtlicher Bedenken gegenüber dem dänischen Staatsfondsmodell und vor dem Hintergrund einer politischen Präferenz für ein Wasserfallmodell, kann auch dieses für den Aufbau eines Zukunftsfonds verwendet werden.

Beim Wasserfallmodell investieren Staat und Investoren direkt in einen Dachfonds. Das Wasserfallmodell (WFM) regelt dann die vorrangige Kapitalrückzahlung an die Investoren und deren Mindestverzinsung. Der Staat wird in beiden Fällen nachrangig bedient und minimiert dadurch das Ausfall- und Renditerisiko der Investoren. Dieses Modell entspricht im Bereich europäischer Private Equity-Fonds schon immer dem Industriestandard.¹⁰ In den USA betrug der Anteil der Deal-by-Deal-Strukturen im Jahr 2011 anfangs nur 49 Prozent. Mittlerweile liegt der Anteil des WFM in den USA, Europa und dem Rest der Welt bei rund 80 Prozent.

In dem vorgeschlagenen Modell könnten Investoren beispielsweise zwischen 50 Prozent und max. 75 Prozent und die öffentliche Hand 25 Prozent bis max. 50 Prozent investieren. Bei der Fondsauflegung müsste die vorrangige Kapitalrückzahlung und die Mindestverzinsung an die Investoren geregelt werden. Dabei würde die „Wasserfallmechanik“ für Kapitalrückflüsse in nachstehender Reihenfolge greifen: Im ersten Schritt (1) erfolgen die Kapitalrückflüsse vollständig an die Investoren. Im zweiten Schritt (2) erhält die öffentliche Hand darüber hinaus gehende Kapitalrückflüsse. Im dritten Schritt (3) wird die Mindestrendite vollständig an die Investoren ausgekehrt. Im vierten Schritt (4) wird die darüber hinaus gehende Rendite an die öffentliche Hand ausgeschüttet. Weitere Erträge (5) werden final auf die Investoren und die öffentliche Hand verteilt.

Der Staat müsste solange Risiken anteilig am Gesamtinvestment übernehmen, bis der Fonds eine nachweislich positive Performance aufweisen kann und die Marktteilnehmer hiervon überzeugt hat.

Wasserfallmodell: „Mechanik“ der Ertragsaufteilung

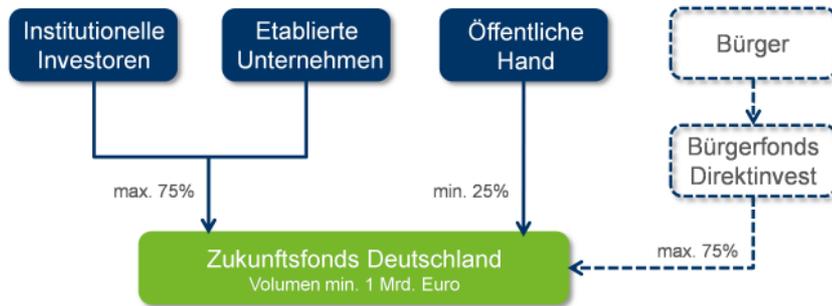


¹⁰ Veith in Feldhaus/Veith, Frankfurter Kommentar zur Private Equity, Rn. 140

Hinweis

- Die Anleger investieren direkt in den Fonds bis max. 75 Prozent des Fondsvolumens.
- Das Wasserfallmodell regelt die Gewinn- und Verlustverteilung zwischen Investoren und öffentlicher Hand.
- Das Ausfallrisiko wird durch die Beteiligung der öffentlichen Hand minimiert.
- Es ist das derzeit bevorzugt diskutierte Modell für Dachfonds mit staatlicher Beteiligung.

Wasserfallmodell: Anlagekonzept



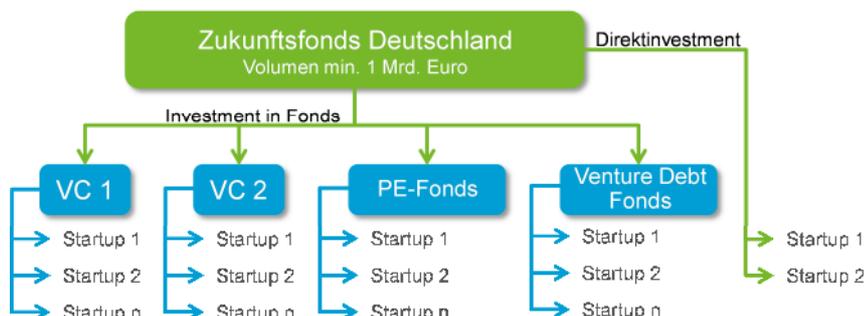
2.3.4 TOP 8 Eckpunkte für den Zukunftsfonds Deutschland

- Der Zukunftsfonds sollte institutionellen Anlegern wie Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, anderen Wirtschaftsunternehmen, Stiftungen und Family Offices großvolumige Anlagemöglichkeiten bieten. Gleichzeitig sollte er der Gesellschaft die Teilhabe an der Zukunft auch direkt ermöglichen.
- Er sollte ein Volumen von mindestens einer Mrd. Euro anstreben.
- Der Staat investiert ebenfalls und minimiert in den Anfangsjahren durch eine vorrangige Verlustübernahme und eine nachrangige Ertragspartizipation das Risiko der Anleger. Dafür müssen die rechtlichen Voraussetzungen auf EU- und Bundesebene geschaffen werden, z. B. beim Beihilferecht oder der Bundeshaushaltsordnung.
- Investitionsentscheidungen sollten durch ein professionelles Fondsmanagement getroffen werden, das den Fonds verwaltet.
- Die Investmentstrategie muss attraktiv für institutionelle Anleger sein. Deshalb sollte der Zukunftsfonds (1) in Venture Capital Fonds mit nachgewiesener Expertise bei der Startupfinanzierung investieren, (2) bis zu 20 Prozent des Fondsvolumens in andere Beteiligungsfonds (wie Mezzanine-, Private Equity-, oder Venture Debt Fonds) und (3) auch Direktinvestments in ausgewiesene Wachstumsunternehmen (Scaleups) tätigen können.
- Eine Risikodiversifizierung sollte durch Teil-Investments in internationale Märkte ermöglicht werden. Schwerpunkte könnten die USA, die EU und Asien sein. Dadurch wird der „Zukunftsfonds“ auch für große Investoren sichtbar und attraktiver.
- Nachdem sich eine positive Historie aufgebaut hat, könnten sich Investitionen in neue VC-Fonds („first-timer“) anschließen.
- Langfristig sollte das Ziel sein, dass sich der Staat aus der Risikoübernahme wieder zurückziehen kann.

Hinweis 

- Großvolumige Anlagemöglichkeit für institutionelle Anleger und Bürger schaffen.
- Mindestens eine Mrd. Euro Fondsvolumen.
- Der Staat ist Ankerinvestor und minimiert das Risiko der Anleger.
- Professionelles Fondsmanagement.
- Investments in VC-Fonds, PE-Fonds und Venture Debt-Fonds sowie direkt in ausgewiesene Scaleups.
- Der Dachfonds muss teilweise auch international anlegen können.
- Der Staat sollte sich langfristig wieder zurückziehen.

Investmentstrategie des Zukunftsfonds Deutschland:



2.4 Lösungsansatz Bayern: Wachstumsfonds aufstocken und Zukunftsfonds auflegen

Der Wachstumsfonds Bayern wird von Bayern Kapital verwaltet. Beteiligungskapital wird in Form von Co-Investments für die Wachstumsfinanzierung von Startups zur Verfügung gestellt (Venture Capital nach erfolgreicher A-Finanzierungsrunde). Dabei hebelt der Wachstumsfonds Bayern das Kapital von Lead-Investoren wie beispielsweise privaten Investoren und Unternehmen. Diese müssen sich mindestens in gleicher Höhe wie der Wachstumsfonds Bayern am Unternehmen mit Eigenkapital beteiligen (pari passu)¹¹. Dem gegenüber geht der Wachstumsfonds Bayern eine offene und/oder typisch stille Beteiligung zu gleichen Bedingungen wie der Privatinvestor ein.

Das Fondsvolumen des Wachstumsfonds Bayern beträgt 100 Mio. Euro. Der Finanzierungsbeitrag je Technologieunternehmen beträgt zwischen 2 und 8 Mio. Euro (auch in mehreren Finanzierungsrunden). Damit kann das Portfolio rd. 13 bis max. 50 Beteiligungen umfassen.

Letztlich ist das verfügbare Kapital für eine ausreichende Wachstumsfinanzierung auf Augenhöhe mit den USA zu niedrig. Auf bayerischer Ebene sollte der Wachstumsfonds Bayern weiterentwickelt werden:

1. Aufstockung des Wachstumsfonds Bayern

Aufstockung des bestehenden Fondsvolumens von aktuell 100 Mio. Euro auf 200 Mio. EUR. Dabei sollte die Möglichkeit geprüft werden, zusätzliche Mittel aus der EU zu allokalieren.

2. Neuen „Zukunftsfonds Bayern“ zur Anschlussfinanzierung auflegen

Einrichtung eines neuen „Zukunftsfonds Bayern“ mit einem angestrebten Fondsvolumen von 400 Mio. Euro. Damit könnten mindestens 20 Einzelinvestments nach erfolgreicher A-Finanzierungsrunde mit einem Volumen von je 8 bis 20 Mio. Euro finanziert werden. Analog zum Wachstumsfonds Bayern sollte eine Kopplung an die Investitionsentscheidung privater oder institutioneller Investoren erfolgen. Um Wirksamkeit zu entfalten, sollte das Investment durchschnittlich auf fünf Jahre angelegt sein.

Ein großer Teil der Mittel sollte in Startups in späteren Wachstumsphasen (Scaleups) investiert werden. Eine Diversifizierung könnte durch Investments in unterschiedliche Digitalisierungsprojekte erfolgen.

Darüber hinaus könnten die Investitionsmöglichkeiten erweitert werden durch Aufnahme von institutionellen Anlegern in den Fonds.

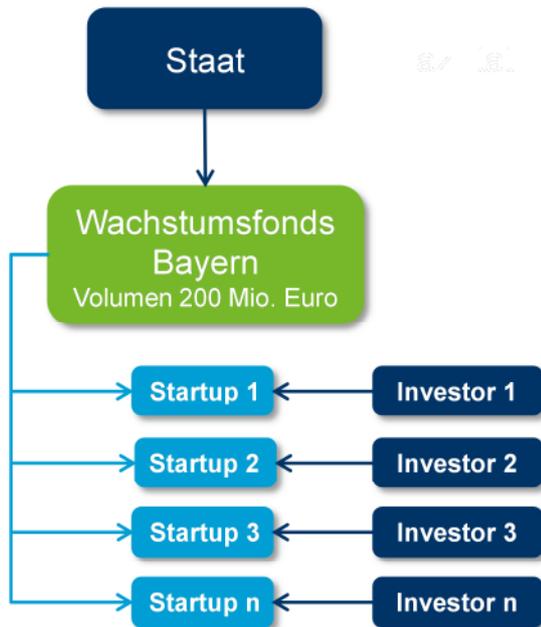
Hinweis



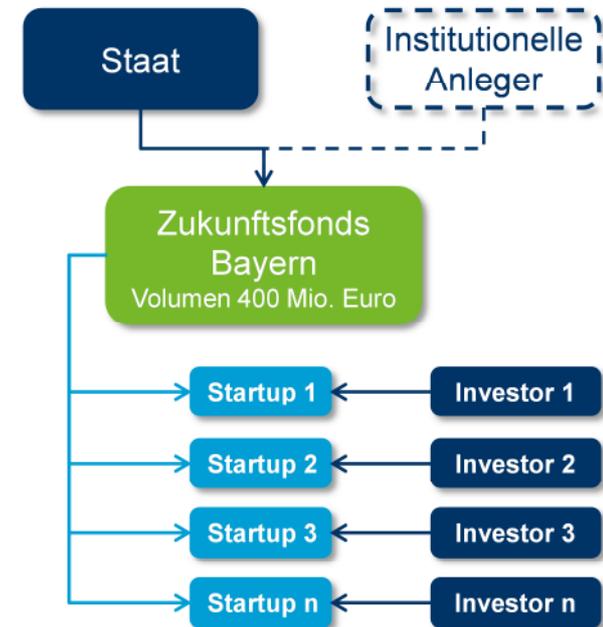
- *Aufstockung des bestehenden Wachstumsfonds auf 200 Mio. Euro.*
- *Neuer Zielfonds „Zukunftsfonds Bayern“ i.H.v. 400 Mio. Euro Volumen für großvolumige Investments bis 20 Mio. Euro.*
- *Investmentfokus auf Scaleups, Restrukturierungs- und Digitalisierungsprojekte.*

¹¹(gem. Definition der Leitlinien für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen, 2014/C 19/04 der EU-Kommission), zu Marktkonditionen („pari passu“ gem. Definition in der v.g. Leitlinie)

Zu 1. Wachstumsfonds Bayern aufstocken



Zu 2. "Zukunftsfonds Bayern" für die Anschlussfinanzierung



3. Venture Debt als komplementäre Finanzierung

3.1 Bestehende Venture Debt-Fazilitäten

Gerade technologieintensive Wachstumsunternehmen in Deutschland fragen zunehmend hybrides Kapital (Mischung aus Eigen- und Fremdkapital) nach. Für Venture Debt wird die Bewertung des Unternehmens anstelle klassischer Banksicherheiten herangezogen. Basis hierfür sind das künftige Wertschöpfungspotenzial und die Beteiligung von (Top-)Wagniskapitalinvestoren. Die Finanzierung über Venture Debt bietet einige Vorteile: Die Gesellschafteranteile werden nicht verwässert, die Kapitalkosten sind geringer und die Flexibilität ist höher.

Die Europäische Investitionsbank (EIB) bietet seit Ende 2016 Venture-Debt-Finanzierungen für innovative Technologieunternehmen zwischen 7,5 und 50 Mio. Euro an. Nach eigenen Angaben wird die EIB damit zum größten Venture-Debt-Investor Europas.

Im Jahr 2018 startete die Bundesregierung die „Tech Growth Fund-Initiative“. Ziel ist die Stärkung des Marktes für Venture-Debt-Finanzierungen in Deutschland, unter anderem mit dem KfW-Programm

„Venture Tech Growth Financing“¹². Dabei kann die KfW mindestens über die nächsten fünf Jahre 50 Mio. Euro jährlich für innovative Wachstumsunternehmen der Technologiebranche bereitstellen. Voraussetzungen für eine Finanzierung aus dem Programm sind die Einbindung privater Kreditgeber als Finanzierungspartner mit einem Finanzierungsanteil von in der Regel 50 Prozent (zu gleichen Bedingungen) und die Beteiligung eines privaten Wagniskapitalinvestors am Unternehmen. Der Bund übernimmt in den ersten fünf Jahren eine 95%ige Absicherung der hieraus resultierenden Risiken. Als fester Bestandteil der Gründungs-offensive ergänzt das neue Kreditprogramm das auf Fondsinvestments ausgerichtete Eigenkapitalgeschäft der im Herbst 2018 gegründeten Tochtergesellschaft KfW Capital¹³. Finanzierungspartner sind derzeit vor allem Banken wie die HypoVereinsbank, die Silicon Valley Bank oder die Deutsche Handelsbank. Grundsätzlich können aber auch Fonds und Family Offices in dieser Rolle agieren.

Auch Venture-Debt-Fonds sind bereits aktiv, zum Beispiel der Davidson Shamir Technology Growth Debt Fund, der sich auf europäische Technologieunternehmen in der Wachstumsphase spezialisiert hat und schwerpunktmäßig in Deutschland agiert.

3.2 Weiterentwicklung und Ausbau der Venture Debt-Angebote

Die größte Herausforderung bei der Vergabe von Venture Debt ist, geeignete Bewertungsinstrumente zu entwickeln, die das Kreditausfallrisiko bei Unternehmen mit hohem Innovationsgehalt, kaum verfügbarer Sicherheiten und geringen oder keinem Gewinn abbilden. Die Deutsche Handelsbank, die Kredite speziell für Startups und Wachstumsunternehmen aus dem Digitalbereich anbietet, verschafft sich im Rahmen eines Erstgesprächs einen Eindruck von der Tragfähigkeit des Geschäftsmodells und bewertet die Zusammensetzung und Erfahrung des Teams und der eingebundenen Investoren.

Die Angebote für Venture Debt-Finanzierung sollten ausgebaut werden. Hierzu gehören eine Aufstockung des Programms „Venture Tech Growth Financing“, aber auch die Ermutigung anderer Banken, solche Angebote aufzulegen. Die Einführung eines Standards für die Bewertung von innovativen Unternehmen, nach dem sich kapitalsuchende Startups orientieren können, würde das Zusammenwirken mit Finanzierungsunternehmen erleichtern. Kennzahlenbasierte Bedingungen für den Kreditvertrag sollten im Mehrperiodenmodell erarbeitet werden, sogenannte „rollierende Performance Covenants“. Dies ist eine Übereinkunft, in welchen Bandbreiten sich das Unternehmen entwickeln sollte. Zudem sollten „Cure Periods“ vereinbart werden, also der zeitliche Rahmen, in dem nicht eingehaltene Kreditbedingungen nacherfüllt werden müssen.

Hinweis



- Aufstockung des bestehenden Programms „Venture Tech Growth Financing“ der KfW.
- Einführung eines Standards für die Bewertung von innovativen Unternehmen.
- Einheitliche rollierende „Performance Covenants“ und Definition der „Cure Periods“.

¹² <https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/2019/20190327-gruendungs-offensive-kfw-und-bund-starten-venture-debt-finanzierung-fuer-innovative-unternehmen-in-der-wachstumsphase.html>

¹³ <https://kfw-capital.de/>

4. Attraktive steuerliche Bedingungen für Investoren schaffen

4.1 VC-Fonds stärken und entlasten

Anders als in vielen EU-Ländern erhebt Deutschland eine Umsatzsteuer von 19 Prozent auf die Verwaltungsgebühren von VC-Fonds. Dabei sind die Fonds in der Regel nicht vorsteuerabzugsberechtigt, d.h. es entstehen faktisch 19 Prozent Mehrkosten für die Fondsverwaltung. Um im internationalen Vergleich bestehen zu können, übernehmen i.d.R. die Fonds diese Kosten und rechnen sie nicht auf die beteiligten Investoren ab. Dies löst einen Kreislauf nach unten aus, denn das Ergebnis sind kleinere Fonds-Teams, die wiederum kleinere Fonds verwalten können und eine geringere Zahl von Investments in Startups tätigen. Folglich wandern Fonds aus Deutschland ab oder sind nicht mehr in der Lage, große, leistungsstarke Fondsvolumina zu generieren.

Seit 1. Januar 2018 wird in Deutschland die Verwaltung von Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren und von mit diesen vergleichbaren alternativen Investmentfonds (AIFs) gem. § 4 Nr. 8 Buchstabe h UStG von der Umsatzsteuer befreit. Der Gesetzgeber hat hier u. a. auch auf die Vorgaben der EuGH-Rechtsprechung Bezug genommen. Mit BMF-Schreiben vom 13. Dezember 2017 änderte die Finanzverwaltung den Umsatzsteueranwendungserlass in Bezug auf diese Neuregelung.

Allerdings fasst die Finanzverwaltung die Vergleichskriterien bei geschlossenen PE/VC-Fonds zu restriktiv. Die neuen Regelungen sollten auch für geschlossene Spezial-AIF-Fonds gelten, d. h. VC-Fonds einschließen. Von einer Besteuerung der Verwaltungsleistungen bei Wagniskapitalfonds sollte daher grundsätzlich abgesehen werden.

4.2 Investments sofort steuerlich abziehen

Aus der Wirtschaft kommt der starke Wunsch, die Aufwendungen für Investments in junge, innovative Unternehmen steuerlich sofort geltend machen zu können. Dies sollte sowohl für die Gründung als auch für den Erwerb von Anteilen an entsprechend begünstigten Unternehmen gelten. Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass Startup-Investoren ein erhebliches finanzielles Risiko eingehen und dabei finanzielle Vorleistungen erbringen, die bei einem Misserfolg zumeist erst später steuerlich geltend gemacht werden können.

Daher sollte ein steuerlicher Sofortabzug von Aufwendungen für Investments in begünstigte Startups ermöglicht werden. Soweit sich das Investment dann profitabel entwickelt, würde durch eine entsprechende Besteuerung des Veräußerungsgewinnes der Steuervorteil aus dem früher geltend gemachten Sofortabzug wieder ausgeglichen. Der entsprechende Antrag des Freistaats Bayern von September 2019 sollte weiterverfolgt werden. Die Entscheidung zu weiteren Einzelheiten der

Hinweis



Umsatzsteuerpflicht auf die Verwaltung von VC-Fonds abschaffen. Sonst sparen die Fonds entweder bei Team und Investments – oder wandern ab.

Hinweis



Startup-Investoren gehen ein hohes finanzielles Risiko ein. Ein steuerlicher Sofortabzug wäre ein hoher Anreiz. Spätere Gewinne werden dann besteuert.

Regelung wird im Gesetzgebungsverfahren vorzunehmen sein. Dies betrifft auch die Frage, welche Voraussetzungen – auch mit Blick auf das EU-Beihilferecht – für begünstigte Startups gelten sollen.

4.3 Steuerliche Berücksichtigung von Verlusten verbessern

Die steuerliche Berücksichtigung von Verlusten ist ein wichtiger Ansatzpunkt, um die Wirtschaft in ihrer Innovations- und Investitionskraft zu unterstützen. Sie ist jedoch in der Vergangenheit zunehmend eingeschränkt worden.

Nach der sog. Mindestbesteuerung bei der Einkommen-, Körperschaft- und Gewerbesteuer dürfen 40 Prozent des aktuellen Gewinns (bzw. Gewerbeertrags) über einen Betrag von 1 Mio. Euro hinaus nicht mehr mit etwaigen in den Vorjahren entstandenen Verlusten verrechnet werden. Dies erschwert insbesondere bei jungen Unternehmen sowie bei Branchen mit hohen Anfangsverlusten die Unternehmensfortführung. Denn es besteht die Gefahr, dass Gewinne nur unzureichend mit in Vorperioden tatsächlich entstandenen Verlusten verrechnet werden können und Steuern trotz noch nicht verbrauchter Verlustvorträge anfallen. Deshalb sollten Verluste aus vergangenen Jahren besser mit aktuellen Gewinnen verrechnet werden können.

Ein weiterer wesentlicher Hemmschuh ist der drohende Untergang von Verlusten bei Anteilseignerwechseln. Viele wirtschaftlich sinnvolle Maßnahmen, wie der Eintritt neuer Investoren in junge Unternehmen, werden hierdurch steuerlich behindert. Dies gilt insbesondere für den sehr restriktiven Rahmen des § 8c KStG. Zwar hat der Gesetzgeber im Jahr 2018 mit Blick auf Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts (Beschluss vom 29.03.2017) die frühere Regelung zum anteiligen Verlustuntergang rückwirkend ersatzlos aufgehoben. Die Regelung zum vollständigen Verlustuntergang bei Gesellschafterwechsel mit mehr als 50 Prozent der Anteile – bei der offen ist, wie das Bundesverfassungsgericht hierzu urteilen wird – gilt aber nach wie vor. Auch die in § 8c KStG vorgesehenen Ausnahmen zum Verlusterhalt helfen oftmals nicht weiter.

Zudem gilt: Ab 2016 wurde zwar durch einen neuen § 8d KStG ein sog. fortführungsgebundener Verlustvortrag eingeführt. Dadurch sollen vor allem Startups – auf Antrag – von den negativen Folgen eines Anteilseignerwechsels ausgenommen werden. Auch wenn diese Neuregelung grundsätzlich positiv zu sehen ist, so knüpft der Gesetzgeber den Erhalt des Verlustvortrags an sehr restriktive Voraussetzungen, wie z. B. die unveränderte Fortführung des Geschäftsbetriebs. Zudem bleibt abzuwarten, wie das Regelwerk des § 8d KStG (und dessen Verhältnis zu § 8c KStG) in der Praxis von der Finanzverwaltung interpretiert werden wird. Zur Stärkung des Investitions- und Innovationsstandortes Deutschland sollte der steuerliche Verlustuntergang bei Anteilseignerwechseln im Ergebnis auf Missbrauchsfälle beschränkt werden.

Hinweis



Die steuerliche Verlustverrechnung verbessern und den Verlustvortrag auch bei Änderung des Geschäftsmodells beibehalten – denn Startups wissen nur selten von Beginn an, wie sie ihr Unternehmen am sinnvollsten aufbauen.

Ansprechpartner

Florian Bender	☎ 089 5116-1334	✉ florian.bender@muenchen.ihk.de
Dr. Ute Berger	☎ 089 5116-1341	✉ ute.berger@muenchen.ihk.de
Martin Clemens	☎ 089 5116-1252	✉ martin.clemens@muenchen.ihk.de
Joachim Linke	☎ 089 5116-1335	✉ joachim.linke@muenchen.ihk.de
Claudia Schleich	☎ 089 5116-1331	✉ claudia.schleich@muenchen.ihk.de