ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Jugel, Stefan

Working Paper

Deutschland riskiert seine Zukunftsfähigkeit - Die Belebung der Volkswirtschaft durch Private Equity kommt nur schwer in Gang

wifin Working Paper, No. 9/2021

Provided in Cooperation with:
RheinMain University of Applied Sciences, Wiesbaden Institute of Finance and Insurance (wifin)

Suggested Citation: Jugel, Stefan (2021) : Deutschland riskiert seine Zukunftsfähigkeit - Die Belebung der Volkswirtschaft durch Private Equity kommt nur schwer in Gang, wifin Working Paper, No. 9/2021, RheinMain University of Applied Sciences, Wiesbaden Institute of Finance and Insurance (wifin), Wiesbaden,
https://doi.org/10.25716/pur-12

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/266229

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

WIFIN WORKING PAPER 9/2021

Deutschland riskiert seine Zukunftsfähigkeit - Die Belebung der Volkswirtschaft durch Private Equity kommt nur schwer in Gang

Prof. Dr. Stefan Jugel

2. Juni 2021

Deutschland riskiert seine Zukunftsfähigkeit - Die Belebung der Volkswirtschaft durch Private Equity kommt nur schwer in Gang

Prof. Dr. Stefan Jugel

Hochschule RheinMain University of Applied Sciences
Wiesbaden Business School
Bleichstr. 44
D-65183 Wiesbaden
E-Mail: stefan.jugel@hs-rm.de

2. Juni 2021

Kurzzusammenfassung: In Deutschland wird die Bedeutung von Private Equity für die Belebung der Volkswirtschaft, sei es bei Unternehmensgründungen, in deren Wachstumsfinanzierung oder auch bei der Finanzierung von Infrastrukturprojekten von der Politik seit vielen Jahren gesehen. Verschiedene Programme und Maßnahmen versuchen, eine Belebung dieser Finanzierungsquelle durch private Investoren zu erreichen. Dennoch sind die Erfolge nach beinahe 20 Jahren der Bemühungen im internationalen Vergleich bescheiden. Regulatorische und steuerliche Rahmenbedingungen sowie bürokratische Hürden sind die Ursachen. So droht Deutschland, in wichtigen Bereichen den Anschluss an die Zukunft zu verlieren.

Abstract: In Germany, for many years policymakers have taken into account the importance of private equity for the revitalization of the national economy, be it for business start-ups, growth financing or the financing of infrastructure projects. Various programs and measures in place were supposed to stimulate this source of finance by private investors. Nevertheless, after nearly 20 years of efforts, the successes are modest by international standards. The causes lie in the regulatory and tax framework conditions as well as in the bureaucratic hurdles. As a consequence Germany is running the risk of losing touch with the future in important areas.

Keywords: Private Equity, Venture Capital, Start-up, EXIST, GEM, PPP

JEL classification: E66, F21, M13, O38, R42

Inhaltsverzeichnis

Seite

Abkürzungsverzeichnis 4

Abbildungsverzeichnis 5

1. Einleitung 6

2. Rückblick und Analyse 8

   a) EXIST-Evaluation 8

   b) Gründungs- und Start-up-Aktivitäten in Deutschland 10

   c) Entwicklungen im Private Equity-Markt 14

   Exkurs: Private Public Partnership 19

3. Schlussfolgerungen und Handlungsempfehlungen 22

Literaturverzeichnis 29

Abkürzungsverzeichnis

BMF	=	Bundesfinanzministerium
BMWi	=	Bundesministerium für Wirtschaft und Energie
CMU	=	Capital Markets Union
CIS	=	Community Innovation Surveys
DSM	=	Deutscher Start-up-Monitor
EFI	=	Expertenkommission für Forschung und Innovation
FuE	=	Forschung und Entwicklung
GdV	=	Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft
ICO	=	Initial Coin Offering
IPO	=	Initial Public Offering
IW Köln	=	Institut der deutschen Wirtschaft Köln
KfW	=	Kreditanstalt für Wiederaufbau
ÖPP	=	öffentlich-private Partnerschaft
PE	=	Private Equity
PPP	=	Private Public Partnership
SDG	=	Sustainable Development Goals
VC	=	Venture Capital

Abbildungsverzeichnis

Seite

Abb. 1: Weltweites Fundraising 2000-2019 (Mrd. $)……..15

Abb. 2: Fundraising von Beteiligungsgesellschaften am PE-Markt in Deutschland von 2007 bis 2020 (Mio. €)……... 15

Abb. 3: Verteilung der PE-Investitionen in Deutschland im Jahr 2020 nach Finanzierungsphasen……...16

1. Einleitung

Private Equity (PE) hat über die letzten 20 Jahre in den Kapitalanlagen aller Klassen von institutionellen Anlegern einen festen Platz eingenommen hat. Allerdings unterscheidet sich der Anlagefokus international erheblich. So nimmt die Frühphasenfinanzierung über Business Angels und Venture Capital (VC) in den USA einen ganz anderen Stellenwert ein als in Europa. In Europa hingegen hat die Spätphasenfinanzierung einen mit den USA durchaus vergleichbaren Stellenwert erobert. Die Bemühungen von staatlicher Seite, bspw. über das EXIST-Programm, die Gründungskultur in Deutschland zu fördern, zeigen zwar Erfolge.[1] Im internationalen Vergleich wurde in der Allokationsquote von PE in der Frühphasenfinanzierung jedoch noch keine strukturelle Änderung erreicht.[2] Auch bei Investitionen von privatem Kapital in Infrastrukturinvestitionen verfolgt Deutschland seit vielen Jahren ehrgeizige Ziele. Dies stellt eine Reihe von Fragen:

- Wie erfolgreich waren finanzielle Förderprogramme im Bereich der Frühphasenfinanzierung in Deutschland?
- Wie hilfreich ist staatliche Intervention und in welcher Form?
- Was sind die Ursachen der internationalen Unterschiede im Allokationsverhalten der Anleger?
- Wo steht Deutschland im internationalen Vergleich heute im Bereich privater Infrastrukturinvestitionen, sogenannter Private Public Partnerships (PPP)?

Nachfolgend werden diese Fragen aufgegriffen. Zunächst wird die Evaluation der EXIST-Programme beleuchtet, die in Deutschland das zentrale Instrument staatlicher Gründungsförderung darstellen. Im Anschluss werden weitere Untersuchungen zu Gründungs- und Start-up-Aktivitäten in Deutschland besprochen, um so eine Gesamtschau des Gründungsgeschehens auf breiterer Basis zu erreichen. Diesem Bild werden im Anschluss die Entwicklungen im PE-Markt gegenübergestellt. Diese Betrachtung soll dazu dienen, das Ergebnis aller Bemühungen von staatlicher, aber auch privater Seite, das Gründungsgeschehen in Deutschland zu beleben, kritisch zu hinterfragen. Haben die ganzen Bemühungen tatsächlich dazu geführt, den VC Markt in Deutschland zu beleben? Was wurde hier erreicht und welche

[1] Vgl. Kulicke 2019
[2] Vgl. BVK et al. 2020

Handlungsempfehlungen ergeben sich für die Zukunft. In einem Exkurs wird abschließend auf das Teilsegment privater Investitionen in Infrastruktur eingegangen. Deren volkswirtschaftlicher Nutzen steht inzwischen außer Zweifel.[3] Aber gelingt es Deutschland, dieses Potential auszuschöpfen?

Nachfolgend wird zunächst auf die EXIST-Evaluation eingegangen.

[3] Vgl. Ockenga et al. 2016, S. 25-27

2. Rückblick und Analyse

a) EXIST-Evaluation

Das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi) hat 1998 das Förderprogramm EXIST – Existenzgründungen aus der Wissenschaft ins Leben gerufen. Die vierte Phase (EXIST IV) startete im April 2010. EXIST zielt auf die Stimulierung technologieorientierter, wissensbasierter Ausgründungen aus Hochschulen und außeruniversitären Forschungseinrichtungen.[4]

2010 wiesen viele Hochschulen ein Grundangebot auf, das die Sensibilisierung für eine unternehmerische Selbständigkeit umfasste.[5] Allerdings verweist der Evaluationsbericht zu EXIST darauf, dass im Stellenwert der Gründungsförderung und im Umfang an Gründungspotenzialen in der Hochschullandschaft große Unterschiede existierten. [6] Ebenso wurde das Vorhandensein ausreichender regionaler „Start-up-Ecosysteme“ vermisst. Damit ist all das gemeint, was dazu beitragen kann, für Gründungen ein freundliches und fruchtbares Umfeld zu schaffen: Kapital, Partner, Lieferanten, Kunden etc., also im weitesten Sinne Netzwerke. Dieses „System“ wurde erstmals von James Moore 1993 in der Harvard Business Review als „business ecosystem“ beschrieben.[7] In Deutschland hat sich hierfür inzwischen der Begriff Start-up-Ökosystem eingebürgert.

Besonders kritisch einzuschätzen ist der Sachverhalt, dass eine gesicherte (finanzielle) Basis, von der ausgehend sich die weitere Gründungsförderung an Hochschulen hätte weiterentwickeln können, vor dem Start von EXIST IV allerdings nicht bestand.[8] Der Mangel im Ökosystem für Gründungen bestand insbesondere in der Verfügbarkeit privaten Kapitals in der risikoreichen Seed- und Start-up-Phase.[9] In der Evaluation seit 2010 kam der Abschlussbericht zusammenfassend u.a. zu folgenden Ergebnissen:[10]

---

4 Vgl. Kulicke 2019, S. 1; https://www.exist.de/DE/Programm/Ueber-Exist/inhalt.html;jsessionid=8F4581A551E520B693509EA75646D182
5 Vgl. Kulicke 2019, S. 11
6 Vgl. Kulicke 2019, S. 11
7 Vgl. Moore 1993
8 Kulicke 2019, S. 11
9 Vgl. Kulicke 2019, S. 11
10 Vgl. Kulicke 2019, S. 11

- Es kam zu einer erheblichen Erweiterung des Förderumfangs auf Bundes- und Länderebene.
- Im Bereich des privaten Beteiligungskapitalangebots gibt es eine Vielzahl neuer Kapitalgeber (Business Angels, Venture und Corporate VC Gesellschaften, Crowdfunding).
- Die Zahl privater Unterstützer (Inkubatoren Akzeleratoren etc.) hat zugenommen.

Eine zentrale Frage in der Evaluation von EXIST IV war, in welchem Umfang es zu einem quantitativen und qualitativen Sprung im Ausbaustand der Gründungsunterstützung kam.[11] Hier lautet das Fazit u.a.:[12]

- In der Gründungssensibilisierung erfolgte eine spürbare Verbesserung.
- Bei den Gründungsaktivitäten haben fast alle Hochschulen ihr Potential noch nicht ausgeschöpft.

Nach den Evaluationsergebnissen besteht damit weiterhin Bedarf für eine Unterstützung des Ausgründungsgeschehens, stark zusammengefasst in folgenden Punkten:[13]

- EXIST hat zu Fortschritten beim Ausbau der Gründungskultur beigetragen.
- Die Erfahrungen sollten gezielt in die gesamten Hochschullandschaft weitergetragen werden.
- Viel spricht für eine Verstetigung der Förderung sowie für eine langfristige Förderstrategie.

Das EXIST-Programm kann damit insgesamt als erfolgreich bezeichnet werden. Mannigfaltige Impulse wurden gesetzt, das gesamte Gründungsgeschehen wurde an Hochschulen thematisiert, institutionalisiert und gezielt gefördert. Dem so wichtigen Aspekt der Ökosysteme für Gründungen wurde Rechnung getragen und institutionelle und private Anleger einbezogen. Die hier erfolgte sehr summarische Darstellung und Wertung kann in keinem Fall dem enormen Aufwand gerecht werden, der hinter dem EXIST-Programm und in dessen Umsetzung steckt. Insbesondere die Evaluationen sind sehr sorgfältig und ins Detail gehend.

[11] Vgl. Kulicke 2019, S. 16
[12] Vgl. Kulicke 2019, S. 19
[13] Vgl. Kulicke 2019, S. 31

Im nächsten Schritt soll der Versuch unternommen werden, die Entwicklung des Gründungsgeschehens international zu vergleichen und damit einer Bewertung zuzuführen.

b) Gründungs- und Start-up-Aktivitäten in Deutschland

Im Hinblick auf die Gründungs- und Start-up-Aktivitäten in Deutschland wird in dieser Arbeit auf verschiedene Untersuchungen zurückgegriffen.

Der Global Entrepreneurship Monitor (GEM) untersucht seit 20 Jahren weltweit Unternehmensgründungsaktivitäten und deren Rahmenbedingungen. Die Gründungsquote ist in diesem Zeitraum im Jahr 2019 mit 7,6%, gemessen an der Gesamtbevölkerung, auf einen neuen Höchststand geklettert. Trotz dieses Anstiegs belegt Deutschland unter 33 vergleichbaren Ländern lediglich Rang 28.[14] Im Hinblick auf die „Technologieintensität“, also ob das Produkt oder die Dienstleistung für ganz Deutschland neu ist, liegt Deutschland im Mittelfeld der vergleichbaren Länder.[15] Der GEM ist damit sehr gut geeignet, einen internationalen Vergleich darzustellen. Allerdings liegen in dem, was als Gründungsaktivität angesehen wird, gegenüber anderen Untersuchungen nur sehr grobe Vergleichsmöglichkeiten vor. Der Fokus des GEM ist eher breit auf Gründungen generell ausgerichtet. Der Anteil der Gründungen, die für eine VC-Finanzierung in Frage kommen, dürfte mit gerade 2% der hierfür möglicherweise relevanten Gründungen eher gering sein.[16]

Das Gutachten der Expertenkommission Forschung und Innovation (EFI) hält einen Vergleich der Gründungsraten nur auf europäischer Ebene für möglich.[17] Beim Vergleich der Gründungsraten von acht ausgewählten europäischen Ländern lag Deutschland 2018 sowohl über die Gesamtwirtschaft gesehen (6,8 Prozent) als auch in den wissensintensiven Dienstleistungen (8 Prozent) auf dem sechsten Rang. In der FuE-intensiven Industrie (3,4 Prozent) wies Deutschland unter den betrachteten Vergleichsländern die niedrigste Gründungsrate auf.[18]

---

[14] Vgl. Sternberg et al. 2020, S. 13
[15] Vgl. Sternberg et al. 2020, S. 43
[16] Vgl. Sternberg et al. 2020, S. 43
[17] Vgl. EFI 2021, S. 109
[18] EFI 2021, S. 109

Der Gründungsmonitor der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) zeichnet ein abweichendes Bild und weist 2019 605.00 Existenzgründungen aus, die Gründungsquote liegt demnach bei 1,17%, davon im Vollerwerb 228.000 = 0,44%[19].

Der KfW-Start-up-Report setzt einen anderen Maßstab der Betrachtung an und orientiert sich am Bestand. Dabei fokussiert er auf junge gewerbliche Unternehmen, die vor höchstens 5 Jahren gegründet wurden, deren Gründerinnen und Gründer im Vollerwerb tätig sind, die ein Gründungsteam oder Beschäftigte haben und innovationsorientiert oder wachstumsorientiert sind, also Forschung und Entwicklung durchführen, um eine technologische Innovation zur Marktreife zu bringen, oder mindestens eine deutschlandweite Marktneuheit anbieten.[20] Für 2019 werden hier 2019 70 Tsd. Start-ups angegeben.[21]

In der Abgrenzung von Start-ups zu Existenzgründungen hat der Deutsche Start-up-Monitor (DSM) den genauesten Ansatz. Betrachtet werden nur Unternehmen, die jünger als zehn Jahre sind, ein geplantes Mitarbeiter-/Umsatzwachstum haben und/oder (hoch) innovativ in ihren Produkten/Dienstleistungen, Geschäftsmodellen und/oder Technologien sind.[22] Allerdings betrachtet der DSM keine Entwicklung der Gründungsaktivität, sondern geht eher auf das Start-up-Ökosystem in Deutschland ein. Insofern sind die Erkenntnisse des DSM hilfreich, über die zahlenmäßige Entwicklung der Start-up-Szene hinaus Herausforderungen und Empfehlungen zur Verbesserung von Entwicklungen zu stützen.

In der Gesamtschau dieser ausgewählten Untersuchungen zeigt sich ein recht eindeutiges Bild. Deutschland ist im internationalen Vergleich im Hinblick auf Gründungsaktivitäten abgeschlagen. Fokussiert man den Blick auf technologieintensive Gründungen und Start-ups, sieht die Situation noch schlechter aus. Dies stellt die Frage nach den Ursachen für diese Situation sowie nach Handlungsempfehlungen.

Laut GEM sehen 44% der Befragten Handlungsbedarf bei bestehenden Gesetzen und Regulierungen, das sie junge und wachsende Unternehmen teilweise daran hindern können,

[19] Metzger 2020, S. 1
[20] Metzger 2020b, S. 1
[21] Metzger 2020b, S. 1
[22] Bundesverband Deutscher Start-ups e.V. 2020, S. 18

neue Technologien und Innovationen in den Markt einzuführen.[23] Generell sei die Zahl der Gründungen aus Hochschulen bzw. außeruniversitären Forschungseinrichtungen heraus in Deutschland nach wie vor gering, obwohl das Angebot an Inkubator-Programmen, um Gründungen aus der Wissenschaft zu fördern, zugenommen habe.[24] Hierzu Empfehlungen des GEM in Auszügen:[25]

- Wissens- und Technologietransfer aus Hochschulen in die Wirtschaft sowie Ausgründungen aus Hochschulen verstärken.
- Neue Bildungs- und Lernkonzepte, welche den Umgang von jungen Menschen mit digitalen Medien und Technologien fördern.
- Steuersenkungen für junge und wachsende Unternehmen, Entlastungen bei den steuerlichen Berichtspflichten sowie unbürokratische digitale Gewerbeanmeldung.

EFI geht in ihrem Jahresgutachten zu Forschung, Innovation und technologischer Leistungsfähigkeit Deutschlands 2019 noch tiefer auf die Finanzierungsproblematik ein. Demzufolge haben Start-ups in Deutschland - insbesondere in der Wachstumsphase – noch immer Probleme, VC zu bekommen. Sie stehen zudem aufgrund ihrer Größe und ihrer Geschäftsmodelle vor spezifischen Herausforderungen, die zum Teil durch rechtliche Rahmenbedingungen gesetzt bzw. beeinflusst sind.[26] U.a. werden folgenden Empfehlungen ausgesprochen:[27]

- Gründungskultur an Hochschulen stärken.
- Räumlich konzentriertes Ökosystem mit Forschungseinrichtungen, Investoren, etablierten Unternehmen und anderen Start-ups in der Nähe schaffen.
- Rahmenbedingungen für private Investitionen in Start-ups weiter verbessern.
- Anreize für institutionelle Anleger setzen, stärker in VC zu investieren. Damit soll auch dem Mangel an Ankerinvestoren in D entgegengewirkt werden.
- Umsatzsteuerpflicht für Verwaltungsleistungen von Fondsmanagern aufheben.
- Rechtssicherheit für Start-ups bei der Einführung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen erhöhen.

[23] Vgl. Sternberg et al. 2020, S. 55
[24] Sternberg et al. 2020, S. 57; EFI 2019, S. 47
[25] Vgl. Sternberg et al. 2020, S. 73-78
[26] EFI 2019, S. 14
[27] EFI 2019, S. 14

- In dynamischen Technologiebereichen wie Blockchain oder Künstliche Intelligenz (KI) sollte die Bundesregierung proaktiv einen verlässlichen Rechtsrahmen etablieren.

Zur Notwendigkeit des letzten Punktes führt EFI ein sehr aufschlussreiches Beispiel an. Die weltweit größten Initial Coin Offerings (ICO), ein Finanzierungsinstrument von Start-ups mit Blockchain-Bezug, erfolgten nicht in Deutschland. Von den weltweit größten ICOs erfolgte bislang nur eines in einem europäischen Land, nämlich der Schweiz.[28] Auch hiermit wird deutlich, auf welch abgeschlagener Position sich Deutschland befindet.

Der KfW-Gründungsmonitor spricht keine Handlungsempfehlungen aus. Allerdings beschreibt er eine Situation, nach der Gründungen weitgehend mit Eigenmitteln finanziert werden sowie die Tatsache, dass der Abbruch von Gründungsplänen häufig mit Finanzierungsschwierigkeiten einhergeht.[29]

Im KfW-Start-up-Report wird auf den positiven Zusammenhang von VC auf die Gründungstätigkeit verwiesen.[30] Angesichts der Tatsache, dass laut KfW die jährlichen VC-Investitionen institutioneller Investoren seit 2014 um das 2,8-fache auf rund 1,9 Mrd. EUR im Jahr 2019 gestiegen sind und auch das gesamte Marktklima (Fundraising, Nachfrage, Exits) sich in den vergangenen Jahren deutlich verbessert habe[31], werden hier laut KfW für die Zukunft positive Impulse für das Gründungsgeschehen erwartet. Dies wird aber in Abschnitt 2c im internationalen Kontext noch zu bewerten sein.

Diese Entwicklung bestätigt auch der DSM.[32] Er kommt vor dem Hintergrund seiner Analyse zu folgenden Forderungen: [33]

- Ausbau staatlicher VC-Finanzierungsangebote.
- Vereinfachung von Verwaltungsdienstleistungen.

[28] EFI 2019, S. 89
[29] Vgl. Metzger 2020a, S. 8-9
[30] Vgl. Metzger 2020b, S. 2
[31] Metzger 2020b, S. 2
[32] Vgl. Bundesverband Deutscher Start-ups e.V. 2020, S. 45-46
[33] Vgl. Bundesverband Deutscher Start-ups e.V. 2020, S. 59

Bei Start-up-Ökosysteme wird hingegen kein Handlungsbedarf gesehen, da diese als gut bis sehr gut wahrgenommen werden.[34]

Aufs Ganze gesehen wird die Frage nach den Ursachen und Handlungsempfehlungen mit unterschiedlichen Akzenten sehr umfassend beantwortet. EXIST verfolgt offensichtlich den richtigen Ansatz mit der Förderung von Gründungsbewusstsein und Gründungsaktivitäten an den Hochschulen. Jegliche Unterstützung von Start-up-Ökosystemen erscheint darüber hinaus hilfreich. Das Thema der Finanzierung sowohl in der Gründungs- als auch in der späteren Wachstumsphase ist richtig adressiert und zeigt eine positive Entwicklung. Schließlich sind auch die Forderungen an die vom Staat zu schaffenden Rahmenbedingungen klar vorgetragen. So gesehen könnte man folgern, alles wäre auf dem richtigen Weg.

Betrachtet man aber das Zeitfenster, mit dem sich alle Akteure um ein Beleben der Gründerszene in Deutschland bemühen, wir reden von rund 20 Jahren, wird keine Erklärung gegeben, warum sich Deutschland im internationalen Vergleich immer noch auf den hinteren Plätzen befindet. Bevor dies weiter vertieft wird, soll im nächsten Abschnitt zunächst die Entwicklung im PE-Markt näher untersucht werden.

c) Entwicklungen im Private Equity-Markt

Der Einfluss von PE auf Volkswirtschaften, also der außerbörslichen Bereitstellung von Eigenkapital durch private oder institutionelle Anleger, mit dem Beteiligungsgesellschaften Unternehmensanteile für einen begrenzten Zeitraum erwerben, um eine finanzielle Rendite zu erwirtschaften, kann als hoch bezeichnet werden. PE-finanzierte Unternehmen wachsen im Vergleich zu anderen Unternehmen schneller, schaffen mehr Arbeitsplätze und sind exportorientierter ausgerichtet,[35] der Beitrag von VC zu Innovation und Wachstum ist unbestritten.[36] Nachfolgend soll beleuchtet werden, wie sich Deutschland im internationalen Vergleich darstellt. Hierzu wird zunächst die Entwicklung des PE-Markts allgemein betrachtet. Weltweit hat sich, gemessen am Fundraising, der PE-Markt in den letzten 20 Jahren beinahe verdreifacht (vgl. Abb. 1). Unter Fundraising versteht man das Einwerben finanzieller Mittel

[34] Vgl. Bundesverband Deutscher Start-ups e.V. 2020, S. 52
[35] Vgl. Frommann/Dahmann 2005, S. 34; Crisanti et al. 2019
[36] Vgl. BVK et al. 2020, S. 4; KfW Bankengruppe 2020, S. 2; PwC et al. 2017, S. 3

von Fonds, in der institutionelle, industrielle oder private Anleger dafür gewonnen werden sollen, Fondsanteile zu zeichnen. Je nach Laufzeit der Fonds, i.d.R. 10 Jahre, wird das eingeworbene Kapital in Beteiligungen investiert.

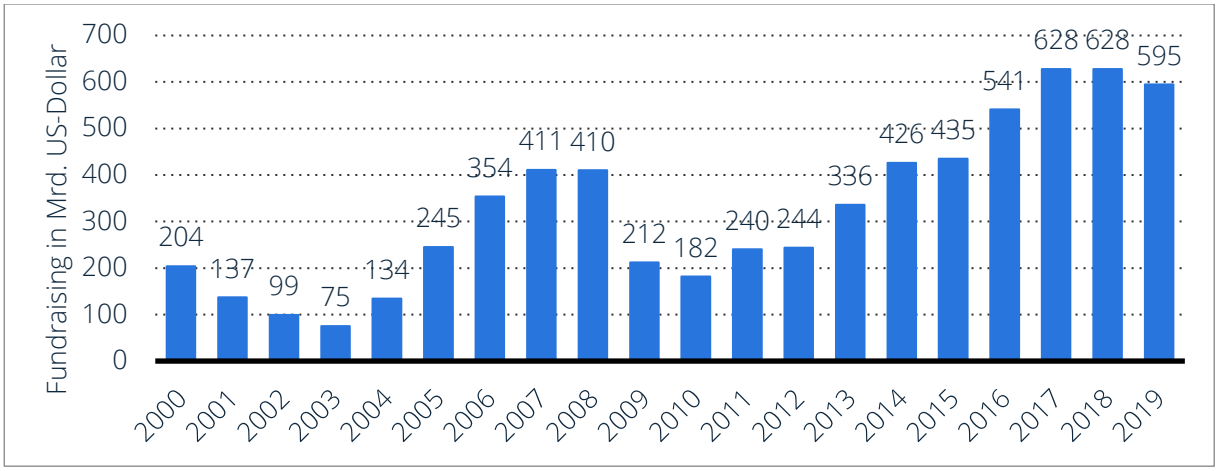

Abb. 1: Weltweites Fundraising 2000-2019 (Mrd. $)[37]

Bezogen auf Deutschland ist der Entwicklungsverlauf ähnlich (Vgl. Abb. 2).

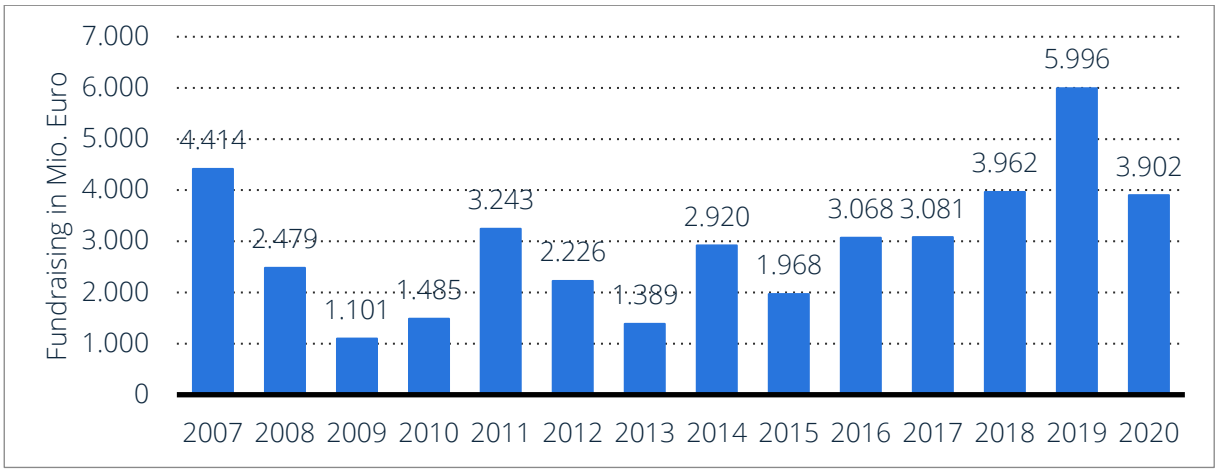

Abb. 2: Fundraising von Beteiligungsgesellschaften am PE-Markt in Deutschland von 2007 bis 2020 (Mio. €)[38]

Fonds in den USA bestreiten mit 301,3 Mrd. US-Dollar in 2019 mehr als die Hälfte des weltweiten Fundraisings.[39] Fonds aus Deutschland liegen bei rund 1% des weltweiten Fundraisings. Die Fonds in den USA sammeln rund 50 mal mehr Kapital ein als die in Deutschland. Ein Rückschluss auf die volkswirtschaftlichen Auswirkungen ist aber nur mit

[37] statista 2017, S. 2
[38] statista 2017, S. 16
[39] statista 2017, S. 32

Einschränkungen möglich, da das eingeworbene Kapital weltweit investiert wird, also bspw. Fonds aus den USA etwa in Deutschland investieren können und vice versa. Dennoch sei die Tendenzaussage erlaubt, dass größere Volumina an eingeworbenen Mitteln auch eher der Volkswirtschaft zugute kommen, in der sie eingeworben wurden.

Betrachtet man beim Fundraising den Anteil des VCs am PE-Markt in den USA, so liegt man nach den Daten von statista bei einer Betrachtung des Zeitfensters von 2010-2017 bei 18,6%.[40] Für Deutschland liefert statista hier keine vergleichbaren Daten, sondern nur ein Schlaglicht von 2019. Demnach flossen in 2019 etwa 56,4 Prozent der neuen Mittel am deutschen PE-Markt in VC-Fonds. Das wäre eine komplette Trendwende gegenüber der bisherigen Bedeutung von VC im deutschen Markt, der sich jedoch (noch) nicht in dem Schlaglicht der Investitionen in 2020 wiederspiegelt. Für den Anteil der VC-Investitionen am PE-Markt in Deutschland zeigt statista in 2020 die immer noch geringe Bedeutung von VC (vgl. Abb. 3).

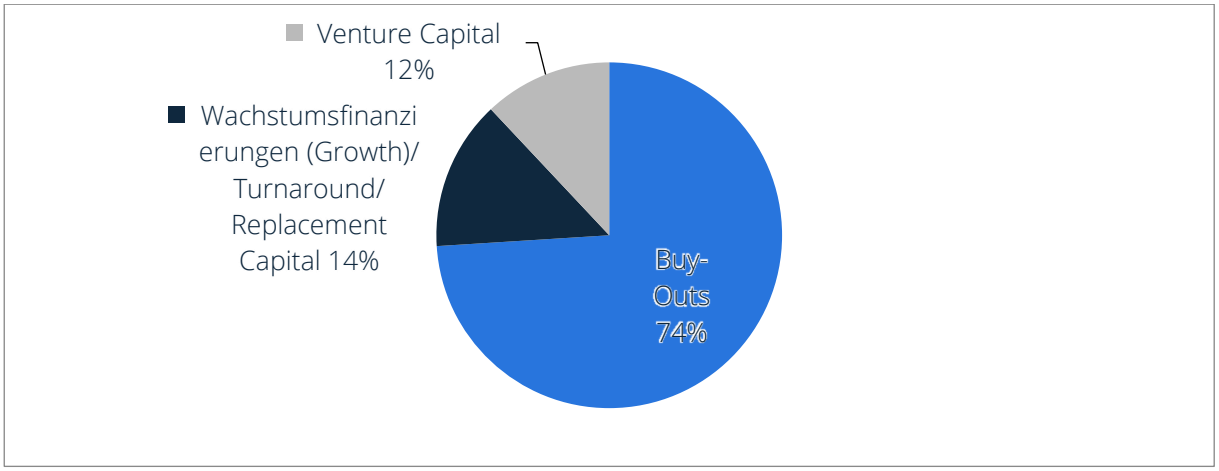

Abb. 3: Verteilung der PE-Investitionen in Deutschland im Jahr 2020 nach Finanzierungsphasen[41]

Investitionen zeigen das tatsächliche Volumen der - zeitlich begrenzten - Kapitalbeteiligung an Unternehmen. Fundraising ist ein Indikator, welche Volumina an PE in den kommenden Jahren in Unternehmensbeteiligungen fließen könnten. Das eingeworbene Kapital muss nicht immer abgerufen werden. D.h. die Volumina der Investitionen liegen unter den Volumina des Fundraising und stehen auch in zeitlichem Versatz zu diesen.

[40] Eigene Berechnung nach den Daten von statista 2017, S. 32 und 33
[41] statista 2017, S. 11

Mit aller Zurückhaltung wird hier der Schluss gezogen, dass VC in Deutschland im Vergleich zu den USA im PE-Markt nach wie vor eine untergeordnete Bedeutung spielt und damit die Kapitalisierungsmöglichkeiten für Start-ups wesentlich beschränkter sind. Der VC-Markt ist auch 2020 in Deutschland noch nicht aufgeblüht. Ob sich dies perspektivisch verändert, kann aus der Fundraising-Betrachtung von 2019 allein noch nicht geschlossen werden.

Diese Schlussfolgerung findet ihre Bestätigung, wenn man auf den Anteil des VCs am Bruttoinlandsprodukt im internationalen Vergleich anschaut. EFI betrachtet in dem Bericht von 2019 die VC-Investitionen am nationalen BIP 2017 und zeigt folgendes ernüchternde Bild auf:[42]

- 0,400% USA
- 0,378% Israel
- 0,177% Kanada
- 0,083% Südkorea
- 0,076% Großbritannien
- 0,035% Deutschland

Die Zahlen für 2018 und 2019 zeigen in Europa einen leichten Anstieg, ohne das sich relativ gesehen die Position von Deutschland verbessert.[43]

Die KfW zeigt ein ähnliches Bild und beziffert im Durchschnitt der Jahre 2017–2019 die VC-Investitionen in Deutschland mit 0,047 % des BIPs.[44] Sie kommt dabei zu einer klaren Aussage: „Bereits der europäische Vergleich ist ernüchternd. Gemessen an der Wirtschaftskraft haben sich die VC Märkte in Großbritannien und Frankreich deutlich besser entwickelt – der deutsche Markt bleibt sogar hinter der Entwicklung der gesamten EU-28 zurück.“[45]

Den internationalen Vergleich hält die KfW nur auf Basis von Transaktionsdaten für möglich und kommt zu einem leicht geänderten Bild. Im Durchschnitt der Jahre 2017-2019 zeigt das VC-Dealvolumen in Prozent vom BIP in China und den USA eine deutlich dynamischere

[42] EFI 2019, S. 45; vgl. auch statista 2017, S. 27
[43] Vgl. EFI 2021, S. 107
[44] Vgl. KfW Bankengruppe 2020, S. 20
[45] KfW Bankengruppe 2020, S. 20

Entwicklung der VC-Märkte als im deutschen Markt. Die Märkte in China und in den USA sind 5,2- bzw. 4,1-mal größer als der deutsche Markt:[46]

- 0,587 China
- 0,463 USA
- 0,113 Deutschland

Auch wenn diese Zahlen nur ein Schlaglicht auf ein kleines Zeitfenster werfen und teilweise voneinander abweichen, kann unterstellt werden, dass dieses strukturelle Problem auch über ein wesentlich längeres Zeitfenster in dieser Form besteht.

Insgesamt kommt die KfW beim Vergleich der VC-Dealvolumina nach Technologie-/Geschäftsfeldern zum Ergebnis, dass Deutschland im internationalen Vergleich in Zukunftsfeldern zurückliegt: „Deutschland droht in wichtigen Technologiebereichen, die maßgeblich durch VC-finanzierte Start-ups vorangetrieben werden, international den Anschluss und die Konkurrenzfähigkeit zu verlieren. Insbesondere US-amerikanische und chinesische Start-ups haben durch die in diesen Märkten bestehenden Angebote großer Finanzierungsrunden einen enormen Wachstumsvorteil.“[47]

Mit der Größe der Finanzierungsrunden wird von der KfW ein weiterer wichtiger Aspekt angesprochen. In vielen digitalen Märkten spielen Größe und Bekanntheitsgrad eine entscheidende Rolle, um sich langfristig im Markt durchzusetzen.[48] Grund für den Rückstand von Deutschland bzw. Europa im VC-Bereich ist die Fragmentierung des europäischen VC-Marktes ohne einheitlichen Rechtsrahmen und mit Sprachbarrieren, was die Aktivitäten über die Grenzen behindert und sich nicht zuletzt auch in der Bewertung der Unternehmen niederschlägt.[49]

So richtig diese Interpretationen sein mögen, sie erscheinen nicht ganz schlüssig und erklären auch nicht, warum seit 20 Jahren in Deutschland über unterschiedlichste Programme, allen voran EXIST, versucht wird, die Gründerszene zu mobilisieren, dies aber im internationalen

[46] KfW Bankengruppe 2020, S. 12
[47] KfW Bankengruppe 2020, S. 16
[48] KfW Bankengruppe 2020, S. 16
[49] KfW Bankengruppe 2020, S. 15

Vergleich einfach nur weit unterdurchschnittlich gelingt. Es kann auch nicht argumentiert werden, dass 20 Jahre für die Entwicklung dieser Szene und des Marktes zu kurz sind. Allein China liefert hier den Gegenbeweis. Auch die von der KfW bemühte Argumentation mit der Größe des Marktes überzeugt nicht ganz. Warum soll in digitalen Märkten denn die Größe des Heimatmarktes eine Rolle spielen? Mit dieser Argumentation hätte eine SAP nie Erfolg haben können. Digitale Märkte sind von vornherein international bzw. global. Hier muss nach anderen Erklärungen gesucht werden, warum Deutschland derzeit mehr oder weniger die rote Laterne trägt. Der nächste Abschnitt 3 ist der Frage nach Erklärungen für diese Lage gewidmet und sucht nach Handlungsempfehlungen.

Zuvor soll aber in einem kurzen Exkurs auf Private Public Partnerships (PPP) bzw. öffentlich-private Partnerschaften (ÖPP) eingegangen werden.

Exkurs: Private Public Partnership

2007 hat der damalige Finanzminister Peer Steinbrück das Ziel ausgegeben, 15% der damals rund 50 Mrd. € Infrastrukturinvestitionen an private Konsortien zu vergeben. Bei diesem Modell, meist PPP oder ÖPP genannt, übernehmen private Investoren den Bau und Betrieb einer Straße oder eines Gebäudes und erhalten im Gegenzug über Jahrzehnte eine renditeträchtige Vergütung vom Staat. Es handelt sich damit um ein Teilsegment des PE-Marktes. Dem Vorbild Großbritanniens folgend wurde 2008 die Beratungsgesellschaft ÖPP Deutschland AG gegründet, die Bund, Länder und Kommunen bei ÖPP-Projekten beraten sollte. Beteiligt waren zu 50,1% der Staat und zu 49,9% private Gesellschaften. Von Anfang an gab es Zweifel an der Unabhängigkeit dieser Beratungsgesellschaft. Moniert wurden insbesondere die naturgemäß gegenläufigen Interessen der beteiligten Regulierer Bundesbank und BMF und der beteiligten Regulierten der Finanzindustrie.[50] Eines der ersten Großprojekte, der Neubau des Bundesforschungsministeriums, verlief im Vergabeverfahren intransparent und wurde vom Bundesrechnungshof kritisiert.[51] Rund 10 Jahre nach Gründung dieser Beratungsfirma machen PPP-Projekte an allen öffentlichen Bauinvestitionen lediglich 2 statt der ursprünglich erhofften 15 Prozent aus.

[50] Vgl. Becker 2019, S. 4
[51] Vgl. Becker 2019, S. 4

In einer eigenen empirischen Untersuchung hat der Autor den Status-quo von PPP in Deutschland 2013 untersucht und kam damals zu folgenden fünf Schlussfolgerungen:[52]

- Die Haltung der Politik zu privaten Investitionen wird als ambivalent wahrgenommen.
- Enorm positive gesamtwirtschaftliche Effekte winken, wenn der Dornröschenschlaf der Politik in Sachen private Investitionen in Infrastruktur beendet würde.
- Klare politische Zielvorstellungen könnten den Beitrag von deutschen institutionellen Anlegern zur Finanzierung der Verkehrsinfrastruktur noch deutlich beleben. Deutschland hat hier im internationalen Vergleich großen Nachholbedarf.
- Deutsche institutionelle Anleger leisten in der Finanzierung der Energiewende und der Verkehrsinfrastruktur heute schon einen zentralen Beitrag.
- Langfristigkeit und Sicherheit machen die Attraktivität von Investitionen in Infrastruktur für deutsche institutionelle Anleger aus.

In einer weiteren Arbeit 2016 wurde darauf hingewiesen, dass die Politik ihren Beitrag leisten könne, das in hohem Maß vorhandene private Kapital zu mobilisieren und für nachhaltige Investitionen in Wirtschaft und Gesellschaft nutzbar zu machen. Die deutschen Versicherer stünden bereit für Investitionen – wenn die Rahmenbedingungen stimmen würden.[53]

Allerdings prognostizieren das Institut der Deutschen Wirtschaft (IW Köln) und der Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft (GdV) 2016 den Anteil der PPP-Projekte in den nächsten Jahren auf mehr als 10 Prozent.[54] Zumindest im Bereich des Bundesautobahnnetzes wurde bis 2020 ein Anteil der PPP am Bundeshaushalt von 5,4% erreicht.[55] Es liegt die Vermutung nahe, dass die ÖPP Deutschland AG in den ersten Jahren zunächst eine Lernkurve durchlaufen musste und in den Mühlen der Bürokratie und durch Interessenkonflikte ausgebremst wurde. Becker formuliert es pointiert so: „Interessenvertreter/-innen … müssen einen langen Atem haben. Viele ihrer Vorschläge reifen über Jahre oder Jahrzehnte. Sie werden verworfen und geraten aus dem öffentlichen Blickfeld, bis sie plötzlich wieder diskutiert werden. Die größten Erfolgsaussichten haben Lobbyisten, wenn sich ihre

[52] Jugel et al. 2014, S. 32
[53] Jugel 2016, S. 43
[54] Ockenga et al. 2016, S. 15
[55] Deutscher Bundestag 2021, S. 11

Interessen mit denen von Politikern decken.“[56] Inzwischen ist die ÖPP Deutschland AG als hundertprozentige Staatsfirma neu aufgestellt und firmiert unter „Partnerschaft Deutschland (PD) – Berater der öffentlichen Hand GmbH“. Allerdings gibt das vom IW Köln und dem GdV herausgegebene Gutachten zum volkswirtschaftlichen Nutzen privater Infrastruktur-investitionen trotz der optimistischen Prognose keinen Anlass für überzeugende Hoffnung, denn sehr grundsätzliche politische Standpunkte zu den PPP und auch vom Bundesrechnungshof in einem Gutachten geäußerte Kritik sind immer noch Streitpunkte.[57] Nicht zuletzt der Monatsbericht 02-2017 des BMWi sieht die PPP eher zurückhaltend und bei 2%. Selbst auf europäischer Ebene sieht der Europäische Rechnungshof für PPP mehr Hürden als Chancen und erwartet insbesondere von der Politik die Festlegung klarer Konzepte und Strategien. [58]Zusammenfassend kann festgestellt werden, das zwar mit Solvency II am 1. Januar 2016 die Rahmenbedingungen für Infrastrukturinvestments für die Versicherungswirtschaft grundlegend neu gestaltet wurden. Ob der erhoffte und prognostizierte Impuls angesichts der politischen Unsicherheiten und Zurückhaltung eintritt muss sich aber erst noch zeigen.

[56] Becker 2019, S. 2
[57] Vgl. Ockenga et al. 2016, S. 15-18
[58] Europäischer Rechnungshof 2018, S. 58-66

3. Schlussfolgerungen und Handlungsempfehlungen

Im Vordergrund der Suche nach Erklärungen für den Rückstand Deutschlands im internationalen Vergleich muss die Frage nach Hemmnissen oder Bremsen für Gründungen stehen.

Einer der oben genannten Hauptgründe war der Mangel an VC-Investoren. Dieses Anlagesegment ist für institutionelle Anleger nach wie vor nur bedingt attraktiv. Als wichtigste Gründe, warum Institutionelle Investoren nicht in VC investieren, werden u.a. angeführt:[59]

- Die wahrgenommene Volatilität dieses Anlagesegments.
- Unsichere Renditeaussichten.
- Fehlende interne Expertise.
- Limitierende interne Anlagevorschriften.
- Regulatorische und steuerliche Rahmenbedingungen.

Diese Erkenntnis einer Untersuchung von 2020 deckt sich mit den Ergebnissen eigener, viel früher durchgeführter Untersuchungen.[60] VC ist immer noch ein Nischenmarkt, der Expertenwissen erfordert. Zudem ist die Zahl wirklich erfolgreicher VC-Fonds gering. Die Rendite dieses Anlagesegments wird von dessen Top Quartile erwirtschaftet. Hier Zugang zu bekommen bei einer sehr kleinen Zahl erfolgreicher VC-Fonds ist ein stark limitierender Faktor. Es steht ein geringes Angebot an Investitionsmöglichkeiten einer großen Nachfrage von Institutionellen Anlegern gegenüber, die ihr Kapital anlegen möchten. Diese Besonderheiten des VC-Marktes erklären die wahrgenommene Volatilität sowie die unsicheren Renditeaussichten.

Besonderes Augenmerk soll aber weiterhin den regulatorischen und steuerlich Rahmenbedingungen gewidmet werden, die in der Branche seit rund 20 Jahren thematisiert, aber immer noch als Hemmnis empfunden werden. „…Investoren äußern sich vor allem kritisch im Hinblick auf den Umfang und die Komplexität der deutschen PE-Regulierung. … Das aktuelle Regulierungsumfeld wird im internationalen Vergleich als Nachteil für den deutschen

[59] BVK et al. 2020, S. 14
[60] Vgl. Fachhochschule Wiesbaden, Adveq 2006, S. 25-26; Jugel 2008; Jugel 2012, S. 10

PE-Markt eingestuft.“ [61] Hier wäre eine Vereinheitlichung des Regelungswerks in Abstimmung mit internationalen Standards geboten. Damit einher geht auch der Wunsch nach geeigneten Fondsstrukturen mit einer geringeren Eigenkapitalunterlegung (Solvency II).[62] Im Hinblick auf das steuerliche Umfeld sind eine mangelnde Verlässlichkeit und die Komplexität der Gesetze Kernkritikpunkte. Die steuerlichen Rahmenbedingungen werden als Risikofaktoren bei der Auswahl von Zielfonds betrachtet, was die geringe Attraktivität des Standorts Deutschland im internationalen Vergleich erklärt. [63]

Um den VC-Markt in Deutschland zu stärken und die Finanzierungssituation der kapitalintensiven Skalierungsphase von Start-ups zu verbessern, hat die Bundesregierung mit der Verabschiedung des Bundeshaushalts 2021 die Voraussetzungen für einen Beteiligungsfonds in Höhe von 10 Mrd. € für Zukunftstechnologien geschaffen, sogenannte Zukunftsfonds. Gemeinsam mit weiteren privaten und öffentlichen Partnern wird der Zukunftsfonds mindestens 30 Mrd. Euro mobilisieren.[64] Der Ansatz zielt also in die richtige Richtung. Allerdings werden mit diesem Kapitalangebot noch nicht die regulatorischen und steuerlichen Rahmenbedingungen verbessert und auch frühere und sinnvolle Maßnahmen wie der High-Tech-Gründerfonds konnten offensichtlich diesbezüglich nicht viel bewegen.

Ein weiteres Thema, das insbesondere durch die KfW sehr pointiert adressiert wurde, [65] ist der drohende Verlust des Anschlusses an Zukunftstechnologien. Die Expertenkommission für Forschung und Innovation (EFI) widmet sich diesem Thema und setzt fünf Prioritäten, an denen sich die Forschungs- und Innovationspolitik (F&I-Politik) in der nächsten Legislaturperiode ausrichten sollte:[66]

- Große gesellschaftliche Herausforderungen angehen.
- Technologische Rückstände aufholen und vermeiden.
- Fachkräftebasis sichern.
- Innovationsbeteiligung erhöhen.
- Agilität der F&I-Politik steigern.

[61] BVK et al. 2020, S. 25
[62] Vgl. BVK et al. 2020, S. 25
[63] Vgl. BVK et al. 2020, S. 25
[64] Vgl. BMWi 2020
[65] s.o. Fußnote 46
[66] Vgl. EFI 2021, S. 10 u. S. 31-36

Die Expertenkommission fordert die Bundesregierung auf, „… Agilität noch systematischer in ihrem Politikhandeln zu verankern …“[67] und der F&I-Politik einen hohen Stellenwert zukommen zu lassen: „Es wird auch zukünftig ein kohärenter Politikansatz für den gesamten Innovationsprozess benötigt, dem sich alle Ressorts verpflichten fühlen.“[68] Hintergrund ist eine als empfohlene neue Missionsorientierung, nach der der Staat Innovationsaktivitäten in gesellschaftlich verabredete Richtungen lenkt, die privatwirtschaftliche Akteure nicht von sich aus einschlagen.[69] Durch F&I-politische Maßnahmen soll bestehendes Transformationsversagen überwunden und die Erreichung der von den Vereinten Nationen 2015 Sustainable Development Goals (SDG)[70] forciert werden.[71] Das sind sehr klare Ansagen, die sich in von der EFI konstatiertem Marktversagen, Systemversagen und Transformationsversagen begründen.[72]

Aufs Ganze gesehen wird damit zukunftsorientiert ein Weg gewiesen. Um diese Empfehlungen einordnen zu können, soll ein kurzer Blick auf die derzeitige Intensität von Forschung und Entwicklung (FuE) in Deutschland geworfen werden. Die FuE-Intensität, also der Anteil der FuE-Ausgaben am Bruttoinlandsprodukt, gibt Aufschluss über die Bereitschaft eines Landes, in FuE zu investieren und damit in welchem Ausmaß Aktivitäten zur Generierung neuer Ideen entfaltet werden. Deutschland gehört hier mit 3,17% in 2019 international zur Spitzengruppe.[73] Auch im Hinblick auf die Innovationsintensität, die Aufschluss über das Innovationsverhalten der Unternehmen gibt und die europaweit alle zwei Jahre Innovationserhebung Community Innovation Surveys (CIS) erhoben wird, liegt Deutschland im Spitzenfeld.[74]

Wie erklärt sich jetzt diese Position zu dem von der KfW konstatierten drohenden Verlust des Anschlusses an Zukunftstechnologien? Ein Blick auf die Finanzierung hilft weiter. Diese Positionen werden in Deutschland erreicht trotz einer im international geringen Beteiligung von VC an der Finanzierung von FuE sowie Innovationen.[75] Hierzu stellt die KfW nun aber fest: „Auf der Industrie- und Länderebene lässt sich für VC-Investitionen ein höherer

[67] EFI 2021, S. 10 u. S. 15
[68] EFI 2021, S. 15
[69] Vgl. EFI 2021, S. 15
[70] https://sdgs.un.org/goals abgerufen am 25.5.2021
[71] Vgl. EFI 2021, S. 41
[72] Vgl. EFI 2021, S. 42-43
[73] Vgl. EFI 2021, S. 97
[74] Vgl. EFI 2021, S. 103
[75] Vgl. EFI 2021, S. 106-107

Innovationsoutput nachweisen als bei direkten Ausgaben für Forschung und Entwicklung (FuE). So hat ein VC-Dollar einen rund dreimal so hohen gesamtwirtschaftlichen Effekt auf Patentanmeldungen wie ein FuE-Dollar. Weil Wissen im Wesentlichen den Charakter eines öffentlichen Gutes hat, bleibt der Nutzen davon nicht auf die finanzierten Start-ups beschränkt: Durch Spillover-Effekte profitieren auch andere Unternehmen davon. Aufgrund dieser positiven externen Effekte spielt die Verfügbarkeit von VC auch volkswirtschaftlich eine äußerst wichtige Rolle.“[76]

Damit sind alle Bemühungen in Richtung Forschung und Innovation, zumindest nach dieser Sicht, gekoppelt an ein erfolgreiches Beleben des VC-Markts in Deutschland. Weiterhin zeigt die KfW auf, dass der deutsche VC-Markt Finanzierungen von Einhörnern, das sind Unternehmen mit einer Marktbewertung von über einer Milliarde US-Dollar, kaum aus eigener Kraft stemmt. Bei 9 von 10 Fällen Deals sind ausländische Direktinvestoren mit an Bord.[77] Die betreffenden Start-ups weisen hierdurch ein erhöhtes Abwanderungsrisiko auf, was eine Gefahr für den Standort Deutschland bedeutet.[78] „Die hohe Beteiligung ausländischer Direktinvestoren bei Wachstumsfinanzierungen ist ein Zeichen dafür, dass der deutsche VC-Markt noch nicht ausgereift ist. Angesichts der zunehmenden Bedeutung digitaler Geschäftsmodelle, die nach ihrer Anschubfinanzierung relativ schnell großvolumige Anschlussfinanzierung für Wachstum und Marktdurchdringung benötigen, ist das ein Problem für die volkswirtschaftliche Zukunftsfähigkeit. Die US-Risikokapitalszene hat sich auf die besonderen Bedürfnisse von Start-ups in der digitalen Wirtschaft eingestellt. In Deutschland steht dieser Entwicklungsschritt noch aus.“[79]

Berg et al. führen die damit einhergehenden Konsequenzen weiter aus:[80]

- Europäische Ventures mit wenigstens einer Finanzierungsrunde eines ausländischen, insbesondere US-amerikanischen Investors bekamen mehr Kapital mit höheren Bewertungen und waren innovativer.
- Wenig überraschend führt dies auch zur höheren Wahrscheinlichkeit eines erfolgreichen Exits.

[76] KfW Bankengruppe 2020, S. 2
[77] Vgl. KfW Bankengruppe 2020, S. 3
[78] Vgl. Braun et al. 2020, S. 26-28
[79] KfW Bankengruppe 2020, S. 3
[80] Braun et al. 2020, S. 27

Sie schließen mit der Forderung an die Politik, sich dieses Hebels für die globale Wettbewerbsfähigkeit ihrer Volkswirtschaft bewusst zu werden.

Die Frage, wie der europäische und natürlich damit auch der deutsche VC-Markt investorenfreundlicher gestaltet werden kann, widmen sich Brigl und Lichtenstein.[81] Sie stellen u.a. folgende Forderungen:

- Um Investoren für Einhörner mit Tickets von €50 Mio. oder mehr zu gewinnen, sollte der Markt Investitionsangebote mit einem pan-europäischen Fokus anbieten.
- Es bedarf Fonds mit einer Kapitalisierung von €350 Mio. oder mehr, um in Start-ups über alle Wachstumsphasen hinweg investieren zu können.
- VC-Fonds und Manager brauchen transatlantische Expertise und Netzwerke.
- Regierungen können als Katalysatoren dienen, aber sie holen keine privaten Investoren in neue Fonds.

Ergänzend und im Hinblick auf das oben angesprochene Risiko der Abwanderung von durch ausländische Investoren finanzierten Unternehmen empfehlen Brandley et al. in einer Analyse von Cross-Border VC-Investmensts der Politik einen Mix an Maßnahmen, der einerseits ausländische Investoren anzieht und gleichzeitig die heimische VC-Industrie und das Start-up-Ökosystem stärkt.[82]

Die KfW empfiehlt darüber hinaus folgende Anreize:[83]

- Mobilisierung von privatem Kapital durch öffentliches Kapital („crowding in“), um größere Fonds entstehen zu lassen.
- Schaffen von Anreizen für institutionelle Investoren, mehr Kapital in die Assetklasse VC zu allokieren.
- Dem Beispiel von Großbritannien folgend setzen von Steueranreizen, die die Versorgung der VC-Märkte mit privatem Kapital verbessern.

[81] Vgl. Brigl/Lichtenstein 2015, S. 9-10
[82] Brandley et al. (2019), S. 18; KfW Bankengruppe 2020, S. 17
[83] Vgl. KfW Bankengruppe 2020, S. 17-18

Hier knüpft das Projekt der Kapitalmarktunion bzw. Capital Markets Union (CMU) an, indem die einzelnen Märkte durch die Vertiefung der Integration von Investitionen über die gesamte Europäische Union gestärkt werden sollen und fordert u.a.:[84]

- Steuerliche Erleichterung auf Investitionsgewinne bzw. -verluste.
- Einen Mix aus steuerlichen Anreize für Start-ups.
- Einen pan-europäischen VC-Dachfonds für größere Volumina an privatem Kapital.

Im Ergebnis erscheinen diese Ansätze gemessen an der Entwicklung der jeweiligen VC-Märkte zu funktionieren. Großbritannien hat sich allein das „Enterprise Investment Scheme“, ein Programm der Steuererleichterung bei Risikokapitalanlagen, bisher 3 Mrd. Britische Pfund kosten lassen. [85]

Die KfW fordert weiter:[86]

- Förderung der Aktienkultur in Deutschland und Stärkung der Exitwege über IPOs.
- Beseitigung von Nachteilen deutscher Start-ups bei Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen, die derzeit in hohem bürokratischen Aufwand verbunden mit einer steuerlichen Unattraktivität für Mitarbeiter liegen.

Fasst man dies zusammen, so ergibt sich folgendes Bild. Der VC-Markt-Deutschland ist im internationalen Vergleich stark unterentwickelt, weil er durch steuerliche und regulatorische Rahmenbedingungen gebremst wird. Diese Bremsen sind aber nicht nur in Deutschland zu beseitigen. Hier bedarf es auch der Harmonisierung in der gesamten EU. Institutionelle Anleger sind deshalb auch gegenüber dem Anlagesegment VC zurückhaltend und haben über die letzten 20 Jahre immer noch nicht die adäquate Expertise aufgebaut. Auch auf Fondsebene ist das Angebot von High Performern (Top Quartile-Fonds) im Vergleich zu den USA gering. Staatliche Bemühungen über EXIST schaffen zwar den Nährboden für Gründungsgeist und dessen Förderung durch das Entstehen von Start-up-Ökosystemen. Die EFI weist der Politik zudem auch den Weg in die technologischen Zukunftsfelder. Dies alles hat aber über die letzten 20 Jahre nicht geholfen, die Lücke der nicht ausreichenden VC-Finanzierung zu schließen.

[84] Vgl. PwC et al. 2017, S. 3 sowie S. 12-15 ; Metzger 2016, S. 25
[85] Vgl. KfW Bankengruppe 2020, S. 17
[86] Vgl. KfW Bankengruppe 2020, S. 18; Metzger 2016, S. 40

Staatliche Initiativen wie der High-Tech-Gründerfonds und der neue Zukunftsfonds sind vom Kapitalangebot her der richtige Weg. Ohne Beseitigung der immer wieder monierten regulatorischen und steuerlichen Hemmnisse sowie eine europäische Harmonisierung wirkt das aber wie ein Motor mit angezogener Handbremse. Gerade der internationale Vergleich der fehlenden Einhörner zeigt den Rückstand. Kann es sein, dass Deutschland hier durch Kleinteiligkeit und Überbürokratisierung sowie politische Unwägbarkeiten, wie auch der kleine Exkurs in das Teilsegment der PPP zeigt, den Anschluss an die Zukunft zu verlieren droht? Die Ergebnisse dieser Arbeit deuten leider sehr darauf hin.

Literaturverzeichnis

BECKER, S. (2019): Lobbyismus und öffentlich-private Partnerschaften, in: bpb: Bundeszentrale für politische Bildung, 13.3.2019; https://www.bpb.de/politik/wirtschaft/lobbyismus/277035/oeffentlich-private-partnerschaften

DEUTSCHER BUNDESTAG (2021): Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Sven-Christian Kindler, Matthias Gastel, Ekin Deligöz, weiterer Abgeordneter und der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN – Drucksache 19/25916 – Bilanz der Privatisierung im Bundesfernstraßenbau durch Öffentlich-Private-Partnerschaften, 3.2.2021; https://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/19/264/1926425.pdf

BMWi (2017): Zur Diskussion – Öffentlich-Private Partnerschaft: Geeignete Alternative zur konventionellen öffentlichen Beschaffung?, Monatsbericht 02-2017; https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Downloads/Monatsbericht/Monatsbericht-Themen/2017-02-zur-diskussion.pdf?__blob=publicationFile&v=8#:~:text=%C3%96ffentlich%2DPrivate%20Partnerschaften%20(%C3%96PP),auf%20nur%20etwa%20zwei%20Prozent

BMWi (2020): Zukunftsfonds startet mit 10 Mrd. Euro: „Setzen damit den Benchmark in Europa“. Pressemitteilung vom 11.12.2020; https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/2020/12/20201211-zukunftsfonds-startet-mit-10-milliarden-euro-setzen-damit-benchmark-in-europa.html

BRANDLEY, W.A., DURUFLÉ, G., HELLMANN, TH.F., WILSON, E. (2019), Cross-Border VC Investments: What Is the Role of Public Policy? Journal of Risk and Financial Management, 12, 112; https://www.researchgate.net/publication/334153704_Cross-Border_Venture_Capital_Investments_What_Is_the_Role_of_Public_Policy/link/5d1aa86e299bf1547c8f7b28/download

BRAUN, R., WEIK, S., ACHLEITNER, A.-K. (2020), Follow the Money: How Venture Capital Facilitates Emigration of Firms and Entrepreneurs in Europe, i. E. (SSRN), September 2020; https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3415370

BRIGL, M., LIECHTENSTEIN, H. (2015), A Rise in Good Deals, but an Investor Drought, The Boston Consulting Group and IESE Business School, October 2015; https://image-src.bcg.com/Images/BCG-A-Rise-in-Good-Deals-but-an-Investor-Drought-Oct-2015_tcm27-88373.pdf

BUNDESVERBAND DEUTSCHE START-UPS e.V. (2020): Deutscher Start-up Monitor 2020; https://deutscherstartupmonitor.de/wp-content/uploads/2020/09/dsm_2020.pdf

BVK et al. (2020): PE als Anlageklasse für institutionelle Investoren und Familiy Offices in Deutschland, herausgegeben von Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungs-gesellschaften (BVK), HHL Leipzig Graduate School of Management (HHL), KfW Capital Verwaltungs GmbH (KfW), Berlin; https://www.bvkap.de/sites/default/files/publication/lp_studie_2020.pdf

CRISANTI, A., KRANTZ, J., PAVLOVA, E. (2019), The VC factor: Data driven insights about VC-backed Start-ups in Europe, Joint EIF – Invest Europe study, 5. Dezember 2019; https://www.investeurope.eu/media/2829/thevcfactor.pdf

EFI – EXPERTENKOMMISSION FORSCHUNG UND INNOVATION (2019): Jahresgutachten zu Forschung, Innovation und technologischer Leistungsfähigkeit Deutschlands 2019. Berlin; https://www.e-fi.de/fileadmin/Assets/Gutachten/EFI_Gutachten_2019.pdf

EFI – EXPERTENKOMMISSION FORSCHUNG UND INNOVATION (2021): Jahresgutachten zu Forschung, Innovation und technologischer Leistungsfähigkeit Deutschlands 2020. Berlin; https://www.e-fi.de/fileadmin/Assets/Gutachten/2021/EFI_Gutachten_2021.pdf

EUROPÄISCHER RECHNUNGSHOF (2018): Sonderbericht. Öffentlich-private Partnerschaften in der EU: Weitverbreitete Defizite und begrenzte Vorteile; https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR18_09/SR_PPP_DE.pdf

FACHHOCHSCHULE WIESBADEN, ADVEQ (2006) (Hrsg.): Private Equity – die Rolle nicht börsennotierter Beteiligungen der deutschen institutionellen Investoren. Deutschlandstudie 2006, Zürich; https://www.hs-rm.de/de/fachbereiche/wiesbaden-business-school/forschungsprofil/wbs-research-monografien-zu-einzelthemen

FROMMANN, H., DAHMANN, A. (2005): Zur Rolle von PE und VC in der Wirtschaft, Berlin;

https://www.bvkap.de/sites/default/files/publication/pe_wirtschaft.pdf

https://www.exist.de/DE/Programm/Ueber-Exist/inhalt.html;jsessionid=8F4581A551E520B693509EA75646D182; aufgerufen am 17.5.2021

https://sdgs.un.org/goals abgerufen am 25.5.2021

JUGEL, S. (2008): Die Rolle nicht börsennotierter Beteiligungen der deutschen Versicherungswirtschaft, in: Jugel, S. (Hrsg.): PE-Investments. Praxis des Beteiligungsmanagements, 2. Auflage, Wiesbaden 2008, S. 3-14

JUGEL, S. (2012): Die Bedeutung von Private Equity-Investitionen für institutionelle Anleger – eine sekundärstatistische Analyse; https://www.hs-rm.de/de/fachbereiche/wiesbaden-business-school/forschungsprofil/wbs-research-monografien-zu-einzelthemen

JUGEL, S. (2016): Investition in Infrastruktur durch institutionelle Anleger in Deutschland – eine Status-quo Betrachtung der Rahmenbedingungen, in: WBS Highlights, S. 40-43; https://www.hs-rm.de/fileadmin/Home/Fachbereiche/Wiesbaden_Business_School/Aktuelles/WBS-Highlights/WBS-HIGHLIGHTS-2016.pdf

JUGEL, S./KREUTER, B./RIEDER, M. (2014): Infrastruktur-Investitionen deutscher institutioneller Anleger - Ergebnisse einer empirischen Studie, in: WBS Highlights, S. 27-33; https://www.hs-rm.de/fileadmin/Home/Fachbereiche/Wiesbaden_Business_School/Aktuelles/WBS-Highlights/WBS-HIGHLIGHTS-2014.pdf

KfW BANKENGRUPPE (2020) (Hrsg.): KfW VC Studie 2020. VC-Markt in Deutschland: Reif für den nächsten Entwicklungsschritt, Frankfurt; https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Studien-und-Materialien/KfW-Venture-Capital-Studie-2020.pdf

KULICKE, M. (2019): EXIST-Gründungskultur – Die Gründerhochschule. Abschluss-evaluation, Karlsruhe; https://www.exist.de/SharedDocs/Downloads/DE/Studien/EXIST-Gruendungskultur-Gruenderhochschule-Abschlussevaluation-Kurzfassung.pdf?__blob=publicationFile

METZGER, G. (2016) (Hrsg.): France, Germany, Italy, Spain and the United Kingdom. Building Momentum in Venture Capital across Europe;

https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Studien-und-Materialien/Building-Momentum-in-Venture-Capital-across-Europe.pdf

METZGER, G. (2020a): KfW-Gründungsmonitor 2020, KfW Bankengruppe (Hrsg.); https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Gr%C3%BCndungsmonitor/KfW-Gruendungsmonitor-2020.pdf

METZGER, G. (2020b): KfW-Start-up-Report 2020; https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/KfW-Start-up-Report/KfW-Start-up-Report-2020.pdf

MOORE, J. F. (1993): Predators an Prey: A New Ecology of Competition, in: Harvard Business Review, May-June, S. 75-86; https://www.researchgate.net/publication/13172133_Predators_and_Prey_A_New_Ecology_of_Competition/link/59a9ad2d0f7e9bdd114ac690/download

OCKENGA, T., PULS, TH., SCHAEFER, TH., WIENER, K. (2016): Volkswirtschaftlicher Nutzen privater Infrastrukturbeteiligungen. Analyse der Beteiligung Privater an der Infrastrukturfinanzierung. Gemeinsames Gutachten des Gesamtverbands der deutschen Versicherungswirtschaf (GdV) mit dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln (IW Köln), Hrsg. Gesamtverbands der deutschen Versicherungswirtschaf e.V. und Institut der deutschen Wirtschaft Köln; https://www.iwkoeln.de/fileadmin/publikationen/2016/306424/Gutachten_2016_Volkswirtschaftlicher_Nutzen_privater_Infrastrukturbeteiligung.pdf

PwC, CASE, IHS (2017): Effectiveness of tax incentives for VC and business angels to foster the investment of SMEs and Start-ups, European Commission Taxation Papers, Final Report, TAXUD/2015/DE/330, FWC No. TAXUD/2015/CC/131; https://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/final_report_2017_taxud_venture-capital_business-angels.pdf

STATISTA (2017): Dossier PE, did-9987-1, • PE | Statista

STERNBERG, R., GORYNIA-PFEFFER, N., WALLISCH, M., BAHARIAN, A., STOLZ, L., VON BLOH, J. (2020): Global Entrepreneurship Monitor. Unternehmensgründungen im weltweiten Vergleich. Länderbericht Deutschland 2019/20, Eschborn; https://www.iwkg.uni-hannover.de/fileadmin/iwkg/projects/GEM/gem2019.pdf