

Röhl, Klaus-Heiner

**Working Paper**

## Venture Capital: Ein neuer Anlauf zur Erleichterung von Wagniskapitalfinanzierungen

IW Policy Paper, No. 6/2014

**Provided in Cooperation with:**

German Economic Institute (IW), Cologne

*Suggested Citation:* Röhl, Klaus-Heiner (2014) : Venture Capital: Ein neuer Anlauf zur Erleichterung von Wagniskapitalfinanzierungen, IW Policy Paper, No. 6/2014, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/96516>

**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.*

## **Venture Capital**

### **Ein neuer Anlauf zur Erleichterung von Wagniskapitalfinanzierungen**

**Autor:** Klaus-Heiner Röhl  
Telefon. 030/27877-103  
E-Mail: [roehl@iwkoeln.de](mailto:roehl@iwkoeln.de)

## **Abstract**

Wagniskapitalfinanzierungen – oft mit dem englischen Begriff „Venture Capital“ bezeichnet – spielen eine wichtige Rolle für die Finanzierung innovativer Firmengründungen, die einen hohen Kapitalbedarf für Forschung und Entwicklung haben. Zudem benötigen sie Zeit bis zum Verkauf ihres neuen Produkts oder ihrer Dienstleistung, die finanziell überbrückt werden muss. Die USA sind das klassische Venture-Capital-Land, wobei sich die Aktivitäten auf das legendäre kalifornische Silicon Valley konzentrieren. Europa und vor allem Deutschland liegen weit zurück, was Wagniskapitalfinanzierungen betrifft – mit den entsprechenden negativen Folgen für innovationsstarke Firmen in neuen Branchen. Unternehmen wie Google, Yahoo oder Facebook entstehen nicht bei uns. Seit Jahren wird versucht, an diesem Zustand mit staatlichen Fonds und Änderungen der Rahmenbedingungen etwas zu ändern, doch Erfolge sind kaum zu verzeichnen. Der Anteil der Venture-Capital-Finanzierungen am Bruttoinlandsprodukt stagniert unterhalb von 0,1 Prozent. Auch wenn das Silicon Valley wegen der speziellen strukturellen Bedingungen auf dem US-Markt unerreichbar bleibt: Gründe, Venture Capital zu stärken, gibt es reichlich. Deutschland darf sich nicht auf den Erfolgen seiner Industrie ausruhen, sondern muss endlich die Bedingungen für Vorstöße in neue Branchen grundlegend verbessern. Ansatzpunkte sind die steuerliche Gleichbehandlung von Gewinnen und Verlusten sowie generell die Behandlung von VC-Gesellschaften im Steuerrecht. Als Vorbild könnten die Regelungen im Vereinigten Königreich und Frankreich dienen.

JEL-Klassifikation:

E29: Konsum, Sparen, Produktion, Beschäftigung und Investition: Sonstiges

Q48: Energie: Regierungspolitik

Q52: Umweltschutzkosten; Verteilungseffekte; Beschäftigungseffekte

Seit das amerikanische Silicon Valley zur erfolgreichsten Technologie- und Gründerregion der Welt geworden ist – also seit drei bis vier Jahrzehnten – versuchen andere Länder, diese Erfolge in der Schaffung neuer „Wachstumsstars“ in jungen Branchen nachzuahmen. Es wurden Technologiestädte gegründet wie Sophia Antipolis in Südfrankreich, Skolkovo in Russland oder Songdo in Südkorea. Mit Hilfe der Politik oder staatlicher Banken werden Wagniskapitalfonds aufgelegt wie der deutsche „High-Tech-Gründerfonds“, und auch am Rechtsrahmen für Risikokapital wird gearbeitet, in Deutschland etwa durch das „Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen“ (MoRaKG) von 2008. Allerdings kann das MoRaKG nur als Rohrkrepierer bezeichnet werden. In Großbritannien, dem führenden VC-Standort in Europa, gibt es ebenso wie in Frankreich und anders als in Deutschland eine steuerliche Forschungsförderung und eine Reihe von Investitionserleichterungen sowie steuerliche Vergünstigungen für Investoren. Frankreich bietet darüber hinaus Erleichterungen bei Steuern und Sozialabgaben für junge innovative Firmen (JEI – Jeune entreprise innovante; vgl. Invest in France, 2010).

Während man sich in Deutschland bei steuerlichen Maßnahmen zugunsten von Unternehmensgründungen im Hochtechnologiebereich zurückhält, wurde hier mit bundesweit etwa 200 Technologie- und Gründerzentren ein beinahe flächendeckendes Angebot geschaffen, um Entrepreneuren (d. h.: innovativen Jungunternehmern) geeignete Räume für ihr Vorhaben bieten zu können. Der Branchenfokus hat sich dabei in den letzten Jahren von der Informations- und Kommunikationstechnik-Hardware (IKT) zu Software und zuletzt zunehmend zur Nutzung internetbasierter Technologien für neue Geschäftsmodelle sowie Biotechnologie verschoben. In vielen Kommunen sind die Technologiezentren aber letztlich reine Gewerbeparks ohne innovativen Anspruch.

Auch im **Koalitionsvertrag der neuen Bundesregierung** aus CDU/CSU und SPD von Dezember 2013 steht ein klares Bekenntnis zu Venture-Capital: „Wir werden Deutschland als Investitionsstandort für Wagniskapital international attraktiv machen und dafür ein eigenständiges Regelwerk (Venture-Capital-Gesetz) ... erlassen, das u. a. die Tätigkeit von Wagniskapitalgebern verbessert. Außerdem wollen wir es attraktiver machen, in junge Unternehmen und junge Wachstumsunternehmen zu investieren.“ (CDU, CSU und SPD, Koalitionsvertrag, 2013, S. 140 f.). Zudem soll durch Vergabe von Investitionszuschüssen die Wagniskapitalbildung gefördert werden, wie es aktuell allerdings auch schon geschieht. Das wichtigste Instrument des Bundes ist der 2005 aufgelegte High-Tech-Gründerfonds (HTG) dessen Aufstockung (HTG II) bereits 2009 im Koalitionsvertrag der letzten Bundesregierung beschlossen wurde. Ab Oktober 2011 konnten sich junge Hochtechnologiefirmen um eine Förderung aus dem HTG II bewerben, das kumulierte Fondsvolumen liegt

seither bei beachtlichen 301,5 Millionen Euro (HTG, 2014). Zudem wird im aktuellen Koalitionsvertrag angeregt, die „Förder- und Finanzierungsinstrumente von Bund, Ländern und EU auf ihre Kompatibilität hin zu evaluieren und gegebenenfalls anzupassen.“ (CDU, CSU und SPD, S. 141). Vergleichbare Ziele wurden allerdings auch schon im Koalitionsvertrag der vorherigen Bundesregierung genannt, ohne dass es in der 2013 abgelaufenen Legislaturperiode zu einer durchgreifenden Verbesserung der Bedingungen und der Investitionsvolumina auf dem deutschen Wagniskapitalmarkt gekommen wäre (vgl. CDU, CSU und FDP, 2009).

Trotz der geschilderten Bemühungen durch öffentliche und private Akteure in Deutschland und anderen Ländern hat sich am Vorsprung der Vereinigten Staaten – und hier, im Wesentlichen, des Silicon Valley – nichts geändert. In den Jahren seit der 2000er Dotcom-Blase wurden in den USA je nach Quelle 485 bis 510 Milliarden Dollar in Wagniskapitalgründungen investiert, in Europa als Wirtschaftsraum vergleichbarer Größe hingegen nur 88 bis 175 Milliarden Dollar (Axelson/Martinovic, 2013). Dabei enthält die obere Zahl für Europa, die von der europäischen Venture-Capital-Vereinigung EVCA stammt, auch Beteiligungsfinanzierungen außerhalb des Wagniskapitalbereichs. Auf das Silicon Valley allein dürfte aufgrund seiner zentralen Stellung im US-Wagniskapitalmarkt eine höhere Kapitalsumme entfallen als auf ganz Europa. Sowohl im Bereich der noch jungen, mit VC gegründeten oder durch VC gewachsenen Weltunternehmen wie Google oder Facebook noch in der Frage des verfügbaren Risikokapitals kann irgendeine andere Weltregion an das berühmte Tal an der amerikanischen Westküste heranreichen.

## **Definition Venture Capital und Finanzierungsphasen**

Wagnis- oder Risikokapital wird auch in Deutschland häufig mit dem englischen Begriff Venture Capital (VC) bezeichnet. Hierbei handelt es sich um Kapitalbeteiligungen an neu gegründeten oder jungen Unternehmen mit überdurchschnittlicher Technologieintensität, die aufgrund der hohen Verlustwahrscheinlichkeit im Hightech-Bereich stark risikobehaftet sind.

Seed-Finanzierung: Die Frühphase der Gründungsfinanzierung wird auch als „Seed“-Phase bezeichnet, die dem eigentlichen Start-up vorausgeht. Im Kern geht es um die Finanzierung der Ausreifung und Umsetzung einer Idee in verwertbare Resultate bis hin zum Prototyp, auf dessen Basis ein Geschäftskonzept für ein zu gründendes Unternehmen erstellt wird.

**Start-up-Finanzierung:** Dies ist die eigentliche Gründungsfinanzierung. Das betreffende Unternehmen befindet sich in der Gründungsphase, im Aufbau oder seit kurzem im Geschäft und hat seine Produkte noch nicht oder nicht in größerem Umfang vermarktet. Fast immer macht das Unternehmen in dieser Phase Verluste.

**Later-Stage-Finanzierung:** Die Spätphasenfinanzierung umfasst die Finanzierung von Expansionen, Übernahmen, Überbrückungen etc. bei kleinen und mittleren Unternehmen. Das Unternehmen kann in dieser Phase bereits Gewinne machen oder kurz davor stehen.

**Exit:** Bezeichnet die Beendigung der Beteiligung an einem Unternehmen per IPO (Initial Public Offering) an der Börse, Veräußerung an einen anderen Investor oder – im schlimmsten Fall – Abschreibung des investierten Kapitals nach Insolvenz des Beteiligungsunternehmens.

Quelle: Eigene Erstellung in Anlehnung an BVK, 2010b

### **Trotz erfolgreicher Industrie: Venture-Capital-Finanzierungen sind wichtig**

Deutschland ist das Land der erfolgreichen Industrieunternehmen – die Volkswagen AG war beispielsweise nach einer Untersuchung von Booz & Company (2013) im Geschäftsjahr 2012 mit FuE-Ausgaben von 11,4 Milliarden US-Dollar das forschungsstärkste Unternehmen der Welt –, aber auch das Land der starken und innovativen Mittelständler. Allein ca. 1.300 so genannte Hidden Champions sind hierzulande beheimatet (vgl. Simon, 2012). Hierbei handelt es sich um große Familienunternehmen und mittelständische Firmen, die zu den globalen Top 3 in ihrem jeweiligen Markt zählen.

Doch die Weltwirtschaft ist einem rasanten Wandel unterworfen, beispielsweise weisen chinesische Maschinenbauer eine rasante Lernkurve auf und machen zunehmend den exportstarken deutschen Maschinenbauunternehmen Konkurrenz. Es wäre daher ausgesprochen gefährlich, sich auf den Qualitäten der vorhandenen heimischen Industriestruktur auszuruhen. Denn die Erfolge beruhen nicht nur auf der eigenen Stärke und Innovationsleistung der betreffenden Unternehmen, sondern auch aus einer begünstigenden Kombination aus wachsenden Märkten für Maschinen und Kapitalgüter, auf die die deutsche Industrie spezialisiert ist, durch den asiatischen Boom und einem durch die gemeinsame europäische Währung und die moderate Lohnpolitik der letzten 10 Jahre erträglichen Kostendruck für die Unternehmen. Ein Auslaufen dieser vorteilhaften Rahmenbedingungen könnte die Sonderrolle der deutschen Industrie gefährden und den Mangel an innovativen

Gründungen und Wachstumsfirmen in jungen Sektoren wie IKT und Biotechnologie sichtbar machen.

### **Branchen mit hoher Wagniskapitalaffinität**

Das wichtigste Investitionsziel für VC ist seit langem die IKT-Wirtschaft, wobei sich der Schwerpunkt allerdings von der Hardware über die Software zu netzbasierten Anwendungen verschoben hat. Der IKT-Sektor macht sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Europa seit dem Jahr 2000 circa 40 Prozent der insgesamt getätigten VC-Investitionen aus, während Biotechnologie und weitere Segmente der Gesundheitswirtschaft mit einem Fünftel der Investitionsfälle auf Rang 2 der Zielbranchen folgen (Axelson/Martinovic, 2013, S. 8).

Neben der IKT-Wirtschaft und weiteren internetbasierten Angeboten bildet die Biotech-Branche ein zunehmend wichtiges Ziel für Wagniskapitalinvestitionen. Diese Wachstumsbranche umfasst in Deutschland immerhin 560 Unternehmen mit 17.000 Mitarbeitern. Im Jahr 2013 wurden in deutsche Biotech-Firmen laut Information des Branchenportals Transkript 127 Millionen Euro Wagniskapital investiert, nach 205 Millionen Euro 2012 (HB 15.01.2014, S. 18). Die Global Player und die schnell wachsenden Newcomer sind jedoch auch in dieser Branche in den USA beheimatet, wie der eher bescheidene Gesamtumsatz der deutschen Biotech-Firmen von 3 Milliarden Euro (2012) zeigt. Allein das US-Biotechnologieunternehmen Amgen, ein mit Venture Capital gegründetes Start-up aus dem Jahr 1980, setzte 2012 12,5 Milliarden Euro um. In Deutschland leidet die Entwicklung der Branche nicht zuletzt unter der föderalen Zersplitterung. Jedes Bundesland möchte ein oder mehrere Biotech-Cluster schaffen und betreibt eine eigene Förderung, was aber letztlich dem Clusteransatz einer regionalen Branchenkonzentration entgegensteht. Die deutsche Skepsis gegenüber der Gentechnik steht aber auch einem stärkeren Wachstum der Biotechnologie entgegen, weil viele führende Forscher in die USA abwandern und im Anschluss an ihre universitäre Karriere auch dort unternehmerisch aktiv werden.

### **Öffentliches VC-Kapital kann privates Engagement nicht ersetzen**

Die Mehrzahl der seit 2005 in Deutschland aufgelegten Venture-Capital-Fonds wurde mehr oder weniger stark durch öffentliche Investoren finanziert, über die Hälfte des eingeworbenen Wagniskapital stammte aus öffentlichen Quellen (Röhl, 2010). Die Bereitschaft privater Investoren, Risikokapital bereitzustellen, hatte sich seit dem Ende des New-Economy-Booms direkt nach der Jahrtausendwende und den damit verbundenen hohen Verlusten nur marginal erholt und ist mit der Krise im Jahr 2009 zumindest temporär wieder gesunken. Der föderalen Struktur des Landes

entsprechend versuchen die Landesregierungen, Wirtschaftszentren innerhalb ihres jeweiligen Bundeslandes zu technologieintensiven Wagniskapitalclustern zu entwickeln. Hierzu werden Förderprogramme über die Landesförderbanken aufgelegt und EU-Fördergelder für die Regionalentwicklung (EFRE) eingesetzt, um Wagniskapital zu unterstützen und Investitionen anzuziehen. Besonders häufig sind derartige Venture-Capital-Fonds, die aus Landesmitteln oder aus dem EFRE (ko-)finanziert werden, in den Ländern Nordrhein-Westfalen, Bayern und Baden-Württemberg (vgl. Röhl, 2010, 25). Diese aus öffentlichen Geldern gespeisten VC-Fonds sind aber meist klein und haben einen engen regionalen Fokus, was ihre Wirksamkeit einschränkt. Sie betätigen sich in der Seed-Finanzierung ohne klaren technologischen Fokus, haben aber meist nicht genug Mittel für später notwendige Anschlussfinanzierungen (Röhl, 2010, 25). Zudem ist der regionale Fokus oft gerade auf strukturschwache Regionen ausgerichtet, die sich nicht als Hochtechnologiecluster anbieten, wenn Fördermittel einbezogen werden.

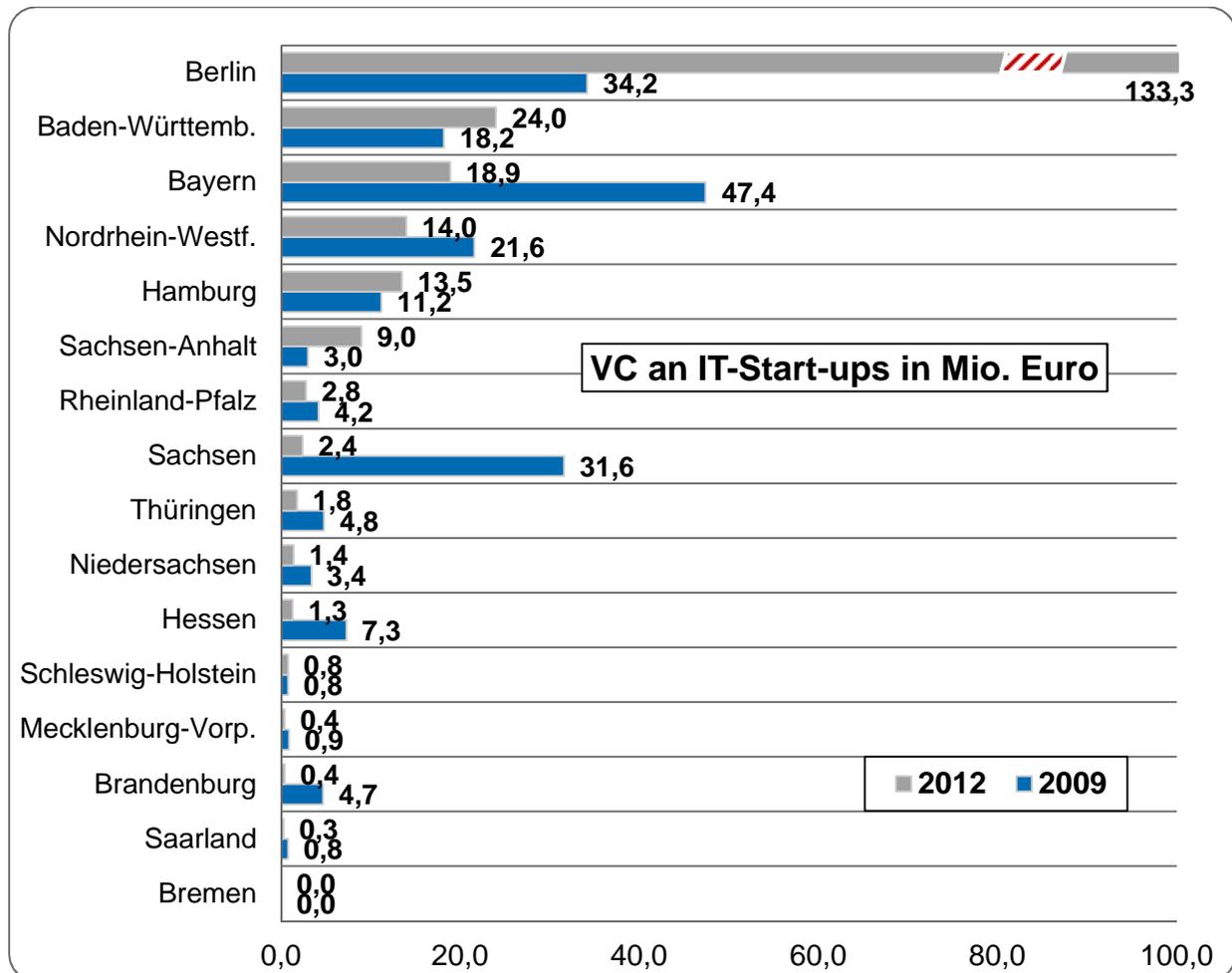
Der „Silicon-Valley-Effekt“ beruht wesentlich darauf, dass in einer Region von Spitzenuniversitäten und Forschungsinstituten über High-Tech-Unternehmen und junge Gründer bis zu Business Angels (Privatinvestoren mit unternehmerischem Sachverstand) und größeren VC-Gesellschaften bzw. Investoren alle „Inhaltsstoffe“ eines innovativen Clusters der Hochtechnologie vorhanden sind. Selbst in einem global führenden Wirtschaftsraum wie den USA gibt es mit großem Abstand hinter dem Silicon Valley nur wenige bedeutende VC-Cluster wie Boston/Massachusetts und New York. Der föderale Wettbewerb um die Ansiedlung innovativer Start-ups ist daher einerseits verständlich und, soweit es um die Verbesserung der Rahmenbedingungen für Gründungen und Investitionen geht, positiv zu sehen, er behindert aber andererseits auch die Herausbildung eines einzigen, führenden High-Tech-Clusters in Deutschland.

### **Die regionale Verteilung der VC-Investitionen in Deutschland**

Schaut man sich die regionale Verteilung der Wagniskapitalinvestitionen an, lassen sich jedoch trotzdem Clustereffekte und vor allem eine starke Verschiebung in relativ kurzer Zeit feststellen. Gab es noch 2009 eine breite Verteilung der Gesamtinvestitionen in Höhe von 209 Millionen Euro, wobei Bayern (d.h., im Wesentlichen der Raum München) mit einem Anteil von 23 Prozent in Führung lag, ergab sich im aktuellsten verfügbaren Jahr 2012 ein gänzlich anderes Bild: Berlin konnte mit über 133 Millionen Euro mehr als 55 Prozent der VC-Investitionssumme auf sich vereinigen (Bitcom/BVK, 2013); je Einwohner gerechnet wurden in Berlin 38 Euro in VC-Gründungen investiert gegenüber 7,50 Euro in Hamburg und nur 1,50 Euro in Bayern. Eine neue Studie sieht Berlin auf dem Weg zum führenden deutschen VC-Cluster vor München, da auch unter Einschluss der Daten des ersten

Halbjahrs 2013 die Hälfte der deutschen VC-Investments in Berlin getätigt wurden und sich zudem die VC-Investoren zunehmend in der Hauptstadt ansiedeln (Scheuplein/Henke, 2013).

**Abbildung 1: Venture Capital konzentriert sich auf Berlin**



Quelle: Bitcom/BVK, 2013

Auch eine Analyse der Investitionsbank Berlin (2013) zu den Top-Standorten der internetbasierten Wirtschaft zeigt das starke Wachstum in diesem Hochtechnologiebereich in der Hauptstadt. Mit einem Beschäftigungszuwachs von fast 50 Prozent auf 37.500 Personen von 2008 bis 2012 lag Berlin an der Spitze der deutschen Städte. Die starke Dynamik in der Hauptstadtregion dürfte in direktem Zusammenhang mit den vielen oft mit VC finanzierten Start-ups stehen – allein 2012 fanden hier 469 Neugründungen in der digitalen Wirtschaft statt. München wies mit 44 Prozent aber ein vergleichbar starkes Beschäftigungswachstum auf und liegt mit einem Beschäftigungsanteil von 4,4 Prozent in der digitalen Wirtschaft bundesweit in Führung, während Berlin mit 2,8 Prozent hier noch Nachholbedarf hat (Investitionsbank Berlin, 2013).

Es bleibt allerdings abzuwarten, ob es sich bei dem hauptstädtischen Wagniskapitalboom um einen temporären Effekt aufgrund der Investitionsentscheidungen der letzten Jahre handelt, oder ob sich hier tatsächlich ein langfristig tragfähiger regionaler „Silicon-Valley-Effekt“ im Sinne der Herausbildung eines dominierenden deutschen Clusters ankündigt.

### **Neue VC-Stars ziehen vorbei: das Beispiel Tel Aviv/Israel**

Israel und hier insbesondere das wirtschaftliche Herz des Landes um die Metropole Tel Aviv hat sich in den letzten 20 Jahren zu einem führenden Technologie- und VC-Hub entwickelt; gewissermaßen ein Silicon Valley am Mittelmeer. Wie es dem kleinen Staat gelungen ist, die etablierten europäischen Industrieländer im wagniskapitalfinanzierten Hochtechnologiesektor – mit den Schwerpunkten IKT, Verteidigungstechnik und Biotechnologie – zu überholen, soll nachfolgend kurz skizziert werden.

Durch seine Lage als kleines Land zwischen feindlich gesinnten, bevölkerungsstärkeren Nachbarn war Israel von der Staatsgründung 1948 an darauf angewiesen, sich durch ständige Innovationen einen technologischen Vorsprung gegenüber den Nachbarn zu erhalten. Dies führte zum Ausbau der (bereits vor 1948 gegründeten) Universitäten des Landes und zum Aufbau einer eigenen Verteidigungsindustrie, um von ausländischer Hilfe unabhängiger zu sein. Hochqualifizierte Forscher und Ingenieure sowie innovative Firmen im Verteidigungssektor waren damit als Basis vorhanden, als mit der Auflösung der Sowjetunion Anfang der 1990er Jahre eine große Zahl Wissenschaftler und mathematisch geschulte Fachkräfte ins Land strömten. Mit dem Programm „YOSMA“ sollten diese Potenziale gezielt verknüpft werden, um aus Israel ein High-Tech-Land zu machen (Witzler, 2014).

Neben dem hohen Potenzial an Universitäten, Forschungseinrichtungen und Wissenschaftlern ist für Israel auch die enge Verbindung zu den Vereinigten Staaten von Vorteil, um Wagniskapital anzuziehen. Dies gilt sowohl für das Auflegen und refinanzieren von VC-Fonds wie auch für IPOs als gewinnbringenden Exit. Über 200 israelische Unternehmen sind an der amerikanischen Technologiebörse Nasdaq gelistet (Witzler, 2014). Englisch ist als Wissenschaftssprache in Israel verbreitet, so dass die Sprachbarriere gering ist. Ähnlich wie in den USA agieren die EX-Gründer mit ihren Gewinnen aus dem Verkauf der Firmen als Business Angels oder beraten VC-Fonds. Viele Spezialisten, die in diesen Firmen arbeiten, gründen schließlich ihr eigenes Technologieunternehmen und können im israelischen High-Tech-Cluster auf

die Expertise und z. T. auf das Kapital der Business Angels zurückgreifen. Rückwanderer, die in den USA an Spitzenuniversitäten oder in Hochtechnologieunternehmen gearbeitet hatten, potenzierten den Clustereffekt. Die Entwicklung war sich zunehmend selbsttragend.

Der Staat förderte den Aufstieg zur High-Tech-Nation im letzten Vierteljahrhundert aktiv. 1993 wurde ein Programm initiiert, das VC-Investitionen erleichtern sollte. Neben der Kofinanzierung von VC-Fonds und der Auftragsvergabe insbesondere an Technologiefirmen des Verteidigungssektors gibt es seither auch Steueranreize, deren exakte Ausgestaltung variierte. Aktuell sind Investitionen in bestimmten Regionen und in technologieintensiven Sektoren steuerlich begünstigt. Unternehmen, die in Exportindustrien tätig sind, müssen ihre Gewinne anstelle der üblichen 25 Prozent nur mit 16 Prozent versteuern; diese Vergünstigung gilt für Biotechnologie- und Nanotechnologieunternehmen unabhängig von der Exportaktivität. Für Investitionen außerhalb des Kernbereichs, d.h. in der Negev, in Nordisrael und in Jerusalem, gilt ein nochmals verminderter Steuersatz von 9 Prozent. Zudem gibt es Steuerermäßigungen für „Rückkehrer“, d. h. israelische Staatsbürger, die nach längerem Auslandsaufenthalt ins Land zurückkommen. Diese Regelung zielt explizit auf Wissenschaftler und Unternehmer, die in den USA oder Europa Karriere gemacht bzw. Firmen aufgebaut haben. Die im Ausland erwirtschafteten Gewinne bleiben steuerfrei, wenn der Unternehmer den Firmensitz nach Israel verlagert (Government of Israel, 2013).

### **Anreizstrukturen**

Gründer in Hochtechnologiesektoren sollten generell über bessere Bedingungen für Wagniskapitalinvestitionen und bessere Rahmenbedingungen für Innovationsaktivitäten und die Übernahme von Risiken gefördert werden (vgl. Röhl, 2010). Unternehmerische Innovationen treiben den technischen Fortschritt als Hauptursache langfristigen Wirtschaftswachstums und kommen über ihre Diffusion, also die unausweichliche Verbreitung und Nutzung einmal gewonnener Kenntnisse, über kurz oder lang allen Marktteilnehmern zugute. Aufgrund der positiven externen Effekte, die von den Investitionen in Forschung und Entwicklung ausgehen, sind derartige Fördermaßnahmen gesamtwirtschaftlich nicht nur gerechtfertigt, sondern sinnvoll. Mit dem Investitionszuschuss Wagniskapital hat das Bundeswirtschaftsministerium 2013 ein neues Förderinstrument aufgelegt, um die Bedingungen für VC zu verbessern (vgl. BMWi, 2013). Mit der Maßnahme erhalten private Investoren, die mit der Zeichnung von Gesellschaftsanteilen an jungen innovativen Unternehmen Risiken übernehmen, einen zwanzigprozentigen Zuschuss. Hierfür stehen bundesweit 150 Millionen Euro zur Verfügung. Das Instrument richtet sich nicht an VC-Fonds, sondern an Einzelinvestoren. Derartige

Programme sind zu begrüßen, machen aus Deutschland aber keinesfalls ein neues globales Zentrum für Wagniskapital. Vielmehr ist es so, dass öffentliches Kapital in Form von Eigenkapitalhilfen der KfW (vgl. KfW Bankengruppe, 2014), dem neuen Investitionszuschuss Wagniskapital oder Fonds wie dem High-Tech-Gründerfonds und kleinerer Pendanten der Länder bzw. Landesförderbanken Lücken schließen soll, die durch die Zurückhaltung privater Investoren entstehen (vgl. Röhl, 2010). Die Gründe für diese anhaltende Zurückhaltung müssten durch eine zielgerichtete VC-Politik beseitigt werden, statt mit öffentlichen Fonds nur Symptome zu bekämpfen (vgl. z. B. HB, 20.01.2014, S. 24). Neben einer Stärkung der Gründungskultur in Deutschland und der Bereitschaft zur Übernahme von Risiken gehören hierzu auch steuerliche Anreize, wie es Frankreich, das Vereinigte Königreich und Israel mit Erfolg vorgemacht haben.

### **Hindernisse für den deutschen VC-Markt**

Zu den Hindernissen, die einer besseren Potenzialentwicklung des deutschen VC-Marktes bislang entgegenstehen, zählt das Fehlen ausreichend qualifizierter Business Angels, Berater und Mentoren. Denn das Anlagekonzept von Wagniskapitalfonds ist oft nicht passgenau für die Finanzierung von Gründern, sondern richtet sich auf spätere Finanzierungsphasen. In der Seed-Finanzierung stehen der meist geringe Kapitalbedarf und Schwierigkeiten bei der Einschätzung der Erfolgsaussichten durch das Fondsmanagement einem Engagement entgegen. Business Angels investieren hingegen kleinteiliger. Sie stellen im Durchschnitt für die Gründung innovativer Unternehmen nur 100.000 bis 150.000 Euro je Beteiligung zur Verfügung (vgl. Wallisch, 2009), wobei sie das Informationsproblem bezüglich der Erfolgsaussichten durch ihre eigene Expertise und Recherchen lösen (Röhl, 2010, 33). Business Angels begleiten die neu gegründeten Unternehmen oft langfristig und stellen ihr Expertenwissen als Berater zur Verfügung, was sie von anderen Kapitalgebern unterscheidet. Sie sind daher stärker als VC-Gesellschaften in der Lage, die Gründungsdynamik im Hochtechnologiebereich anzuregen (Röhl, 2010, 31).

In Deutschland gibt es nur sehr wenige Business Angels, während sie in den Vereinigten Staaten zahlreich sind. Eine Untersuchung der KfW geht für Deutschland von circa 3.000 aktiven Business Angels aus, während in den USA je nach Quelle bis zu 260.000 aktiv sind (Ullrich, 2008, S. 7). Dabei ist das Vorhandensein eines Lead-Investors, meist ein durch den Verkauf seines Unternehmens(anteils) reich gewordener Business Angel, der seine eigene Expertise im Aufbau einer Hochtechnologiefirma in das Zielunternehmen seiner Investition einbringt, der Analyse von Axelson und Martinovic (2013) zufolge sowohl in den USA wie auch in Europa ein entscheidender Erfolgsfaktor für junge Technologiefirmen mit

Wagniskapitalfinanzierung. Derartige Business Angels sind in Deutschland jedoch anders als im Silicon Valley und in geringerem Maße auch in London kaum zu finden. Ausnahmen wie der SAP-Mitgründer Dietmar Hopp bestätigen durch die große Aufmerksamkeit, die ihnen zuteil wird, die Regel. Und auch Hopp ist eher ein Langfrist-Investor als ein Business Angel, der sich in den Aufbau neuer Unternehmen einbringt, die Beteiligung dann aber zügig veräußert, um neue Investitionsziele zu suchen.

Läge der deutsche Rückstand nur an einem Mangel an Business Angels, so könnte er mit der Zeit schrumpfen, wenn mehr Gründer ihre Unternehmen erfolgreich an die Börse gebracht oder verkauft haben und neue Aufgaben (und Investitionsmöglichkeiten) suchen. Die Untersuchung von Axelson und Martinovic (2013) enthält Hinweise darauf, dass der Vorsprung der USA im VC-Bereich zumindest partiell ein zeitlicher ist und Europa nach und nach aufholen könnte. Allerdings stellen die Autoren auch fest, dass das Vereinigte Königreich zu den erfolgreichsten VC-Standorten in Europa zählt, während Deutschland eher ein schlechter Standort ist, der wenige erfolgreiche Exits verzeichnet. Im Vereinigten Königreich werden seit dem Jahr 2000 jährlich circa 0,3 bis 0,4 Prozent des BIP in VC investiert, während es in Deutschland weniger als 0,1 Prozent sind (Röhl, 2010, 24). Nur im Jahr der New-Economy-Blase 2000 wurden hierzulande fast 0,2 Prozent des BIP in Wagniskapital investiert.

### **Politische Restriktionen und Vorschläge zu ihrer Lösung**

Während Israel, das Vereinigte Königreich und Frankreich ihre Wagniskapitalmärkte durch steuerliche Anreize stärken, erweist sich das deutsche Steuersystem als Hürde für VC-Investitionen und -Investoren. Die Begrenzung von Verlustvorträgen und ihrer Verrechnung mit Gewinnen bildet ein veritables Hindernis für einen florierenden Wagniskapitalmarkt, denn mindestens fünf von sechs Investitionen enden mit einem (Total-)verlust. Die wenigen erfolgreichen Exits – sei es per IPO über die Börse, sei es durch Verkauf an ein etabliertes Unternehmen – müssen die vielen Verlustexits mehr als aufwiegen, damit VC-Investoren erfolgreich agieren können. Dieser Sachverhalt wird jedoch im deutschen System der Unternehmensbesteuerung nicht ausreichend berücksichtigt: Aus Furcht vor Einnahmeverlusten ist die Kumulierung von Verlustvorträgen und ihre Verrechnung mit anderweitigen Gewinnen begrenzt worden. So führen Kapitalerhöhungen durch VC-Fonds bei den finanzierten Unternehmen zum Wegfall ihrer Verlustvorträge, was innovative Start-ups gegenüber Konzernen sogar schlechter stellt, statt sie steuerlich zu begünstigen. Der Entwicklung eines blühenden Wagniskapitalmarktes erweist diese fiskalisch begründete Maßnahme einen Bärendienst. Denn dadurch sind die Chancen, die vielen mit Verlust endenden Engagements mit einzelnen erfolgreichen

Gewinnexits zu kompensieren und noch einen Gesamtgewinn der VC-Gesellschaft zu erreichen, stark eingeschränkt.

Mit dem Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG) von 2008 war ursprünglich die Hoffnung verbunden, dass es dem deutschen Wagniskapitalmarkt mehr Schwung bringen könnte. Doch das Gesetz erwies sich als Luftnummer. Entgegen der Intention der Gesetzesnovelle ist es nicht gelungen, die Bedingungen für Risikofinanzierungen grundsätzlich zu verbessern. Die steuerliche Gleichbehandlung von Gewinnen und Verlusten aus Wagniskapitalinvestitionen ist aufgrund von Beschränkungen in zeitlicher und sachlicher Hinsicht weiterhin nicht gewährleistet; die Verrechnungsmöglichkeiten im Rahmen des Gesetzes wirken aufgrund der vielen Einschränkungen eher wie Verrechnungshürden.

Zudem wird die sogenannte Steuertransparenz, also die Besteuerung von Gewinnen ausschließlich auf Ebene der kapitalgebenden Gesellschaft, nur unter sehr restriktiven Bedingungen gewährt. Es gibt zahlreiche Einschränkungen bezüglich der Haltedauer, der Beteiligungshöhe und der gewährten Freibeträge, die zu einem Verlust der Steuertransparenz führen. Damit droht Wagniskapitalgebern noch immer eine Doppelbesteuerung von Gewinnen ihrer Beteiligungsunternehmen. In anderen wichtigen europäischen VC-Märkten wie dem Vereinigten Königreich und Frankreich wird Steuertransparenz hingegen nicht im Einzelfall nach Prüfung zahlreicher Bedingungen gewährt, sondern ist bereits in den nationalen VC-Gesetzen festgelegt. Ein weiterer deutscher Standortnachteil ist die Umsatzsteuerbelastung der Managementleistungen von VC-Gesellschaften. Andere Länder stärken ihren Wagniskapitalmarkt, indem sie diese Leistungen umsatzsteuerfrei stellen. Bei der notwendigen Neuregulierung der Finanzmärkte besteht die Gefahr, dass eine strengere Regulierung als „Kollateralschaden“ auch Investitionen in innovative Unternehmen verteuert. Bei der Überarbeitung internationaler Regelwerke wie IORP (Institutions for Occupational Retirement Provision, zur Regulierung von Pensionsfonds) und AIFM (Alternative Investment Fund Managers, zur Kapitalmarktregulierung geschlossener Fonds) und ihrer Umsetzung im nationalen Recht ist unbedingt darauf zu achten, dass Investitionen in junge Unternehmen bzw. VC-Fonds nicht (weiter) erschwert werden. Dasselbe gilt für die „Basel III“-Regeln für das Bankwesen, bei denen nach derzeitigem Stand der Verhandlungen eine Schlechterstellung mittelständischer Unternehmen in den Kreditzugangsbedingungen droht, während Staatsanleihen entgegen den Erfahrungen aus der Eurokrise weiterhin als "risikofrei" eingestuft werden sollen.

Es bleibt zu wünschen, dass diese Probleme, wie im Koalitionsvertrag in Aussicht gestellt, von der Bundespolitik entschlossen angegangen werden. Insbesondere der

im Koalitionsvertrag enthaltene Plan, ein „Venture-Capital-Gesetz“ zu schaffen, um den Rahmen für Innovationskräfte zu verbessern, ist zu befürworten. Sollte allerdings wie beim aktuellen MoRaKG die Furcht vor Steuereinnahmeausfällen jede ernstzunehmende Verbesserung für Wagniskapitalgeber verhindern, könnte man sich ein solches neues Gesetz auch sparen.

Um Deutschland zu einem wirklichen Hochtechnologieland zu entwickeln, müsste über die Mobilisierung und Begünstigung von Kapitalbeteiligungen sowie die steuerliche Behandlung von Forschungs- und Entwicklungsleistungen hinaus allerdings bereits im Bildungsbereich angesetzt werden: Anzustreben ist hier die Förderung einer Gründer- und Wagniskultur an Schulen und Universitäten jenseits der bislang geschaffenen „Inseln“ in Form von derzeit 112 Entrepreneurship-Professuren (FGF, 2013). Durch die konsequente Förderung von Hochtechnologie und innovativen neuen Unternehmen könnte es mittelfristig gelingen, die wachstumsdämpfenden Effekte der ungünstigen deutschen Demografie zu kompensieren.

## Literatur

**Axelson**, Ulf / Martinovic, Milan, 2013, European Venture Capital: Myths and Facts, British Private Equity & Venture Capital Association (BVCA), URL: ... , Stand: [2014-01-04]

**Bitcom/BVK**, 2013, Berlin ist die deutsche Venture-Capital-Hauptstadt, URL: [http://www.bitkom.org/de/presse/30739\\_76015.aspx](http://www.bitkom.org/de/presse/30739_76015.aspx), Stand: [2014-01-30].

**BMWi** – Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, 2013, Investitionszuschuss Wagniskapital – Investitionen in junge innovative Unternehmen, URL: <http://www.exist.de/wagniskapital/>, Stand: [2013-08-06].

**Booz & Company**, 2013, Booz & Company's 2013 Global Innovation 1000 Study, URL: [http://www.booz.com/media/file/BoozCo\\_2013-Global-Innovation-1000-Study-Navigating-the-Digital-Future\\_Fact-Pack.pdf](http://www.booz.com/media/file/BoozCo_2013-Global-Innovation-1000-Study-Navigating-the-Digital-Future_Fact-Pack.pdf), Stand: [2014-02-05].

**BVK** – Bundesverband Deutscher Beteiligungskapitalgesellschaften e.V., 2010b  
CDU, CSU und SPD, 2013, Koalitionsvertrag: Deutschlands Zukunft gestalten, Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD, URL: <https://www.cdu.de/sites/default/files/media/dokumente/koalitionsvertrag.pdf>, Stand: [2014-01-07].

**CDU, CSU und FDP**, 2009, Koalitionsvertrag: Wachstum. Bildung. Zusammenhalt, URL: <http://www.fdp.de/files/565/091024-koalitionsvertrag.pdf>, Stand: [2014-01-12].

Deloitte, 2013, International tax: Israel Highlights 2013, URL: <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Tax/dttl-tax-israelhighlights-2013.pdf>, Stand: [2014-02-04].

**FGF** – Förderkreis Gründungs-Forschung e. V., 2013, Entrepreneurship-Professuren/E-Professoren, [http://www.fgf-ev.de/structure\\_default/main.asp?G=111327&A=1&S=b44bbJE43R2r3q92WVEH05LA51v6B90GUWQQ9px172g9t7&N=136904&ID=-1&P=&O=&L=1031](http://www.fgf-ev.de/structure_default/main.asp?G=111327&A=1&S=b44bbJE43R2r3q92WVEH05LA51v6B90GUWQQ9px172g9t7&N=136904&ID=-1&P=&O=&L=1031), Stand: [2014-02-04].

**Government of Israel**, 2013, New Tax Reform for New Immigrants and Returning Citizens, <http://israel.gov.il/FirstGov/TopNavEng/PageReturnHomeEng.htm>, Stand: [2014-02-04].

**HTG** – High-Tech-Gründerfonds, 2014, Innovation realisieren, Zukunft gestalten, URL: <http://www.high-tech-gruenderfonds.de/>, Stand: [2014-01-21].

**Investitionsbank Berlin**, 2013, Berlin aktuell: Digitale Wirtschaft – Standortanalyse im Städtevergleich, [http://www.ibb.de/PortalData/1/Resources/content/download/newsletter/berlin\\_aktuell/Berlinaktuell\\_Digitale\\_Wirtschaft.pdf](http://www.ibb.de/PortalData/1/Resources/content/download/newsletter/berlin_aktuell/Berlinaktuell_Digitale_Wirtschaft.pdf) [1.8.2013].

**KfW Bankengruppe**, 2014, ERP Startfonds – Eigenkapital für junge Technologieunternehmen, URL: <https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Unternehmen/Gr%C3%BCnden-Erweitern/F%C3%B6rderprodukte/F%C3%B6rderprodukte-%28S3%29.html>, Stand: [2014-02-11].

**Röhl**, Klaus-Heiner, 2010 Der deutsche Wagniskapitalmarkt - Ansätze zur Finanzierung von Gründern und Mittelstand, IW-Positionen Nr. 46, Köln

**Simon**, Hermann, 2012, Hidden Champions – Aufbruch nach Globalia. Die Erfolgsstrategien unbekannter Weltmarktführer, Frankfurt/New York

**Scheuplein**, Christoph / Henke, Patrick, 2013, Berlin als neue Venture-Capital-Hauptstadt, Münster.

**Ullrich**, Katrin, 2008, Der informelle Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland, KfW Wirtschaftsobserver online, Nr. 41, Frankfurt am Main.

**Wainwright**, Fred / **Horvath**, Michael T. K., 2002, Note on Angel Investing, URL: <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pdf/2002-5-0001.pdf> [Stand: 2009-07-21]

**Wallisch**, Matthias, 2009, Der informelle Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland. Rahmenbedingungen, Netzwerke und räumliche Investitionsmuster, Wirtschaft und Raum, Bd. 17, München

**Witzler**, Ralf, 2014, Risikokapital: Israel interessanter als Europa, Interview mit Meir

**Barel**, URL:<http://www.faz.net/aktuell/politik/risikokapital-israel-interessanter-als-europa-114814.html>, Stand: [2014-01-31]