

Die Bedeutung von Exits

Wie der Finanzierungskreislauf geschlossen und das Startup-Ökosystem gestärkt werden kann



Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	3
1. Warum wir einen geschlossenen Finanzierungskreislauf brauchen	4
1.1 Startups: Der Wachstumsmotor für unsere Volkswirtschaft	4
1.2 Exits als wichtiger Baustein im Finanzierungskreislauf und der Nachholbedarf in Deutschland	4
1.3 Für ein dynamisches Startup-Ökosystem: Der Pull-Effekt erfolgreicher Exits	8
2. Wie wir Exits stärken können	10
2.1 Stärkung von Börsengängen (IPO)	10
2.2 Stärkung von Verkäufen, insbesondere Trade Sales	13
2.3 Zukunftspotenziale von Startups besser erkennen und leichter heben	15
2.4 Eigenkapital attraktiver machen	15
3. Fazit und Handlungsempfehlungen	17

Executive Summary

Startups sind Innovations- und Wachstumstreiber; sie stärken die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands, schaffen zukunftsfeste Arbeitsplätze und erhalten sowie vermehren gesamtgesellschaftlichen Wohlstand. Eine zukunftsorientierte Politik sollte deshalb darauf abzielen, das Gründungsgeschehen insgesamt zu befeuern sowie Wachstumsmöglichkeiten von Startups zu fördern. Zentrale Voraussetzung zur Steigerung der Gründungsaktivität und der Ausschöpfung vorhandener Wachstumspotenziale ist eine starke sowie umfassende Finanzierungslandschaft.

Exits sind ein unverzichtbarer Baustein eines geschlossenen Finanzierungskreislaufs. Die Rahmenbedingungen für Exits zu verbessern, ist daher ein entscheidender Hebel, wenn es darum geht, das gesamte Startup-Ökosystem nachhaltig zu stärken. Vielversprechende Exit-Perspektiven haben in doppelter Hinsicht einen Pull-Effekt: Einerseits schaffen sie bei Gründer*innen wichtige Anreize für Unternehmensgründungen, andererseits sind sie Voraussetzung dafür, dass renditeorientierte Wagniskapitalgeber*innen überhaupt in ein Startup investieren. Denn die Rendite ergibt sich für Startup-Investor*innen prinzipiell gerade erst aus den Verkaufserlösen des Startups. Verbesserte Rahmenbedingungen für Exits stärken damit nicht nur die Finanzierung in der Wachstumsphase, sondern haben auch einen positiven Effekt auf die Frühphasen-Finanzierung und beflügeln so das gesamte Gründungsgeschehen. Startups können auf diese Weise einen wichtigen nachhaltigen Beitrag zur Transformation und Erneuerung der Wirtschaft leisten.

Aktuell besteht in Deutschland hinsichtlich der Exit-Kanäle allerdings noch deutlicher Nachholbedarf. Dieser liegt im Wesentlichen begründet in dem vergleichsweise unterentwickelten öffentlichen Kapitalmarkt und mangelnden bzw. teils falschen Anreizen im Hinblick auf den Erwerb von Startups durch (Groß-)Konzerne. Dadurch werden Innovation, Wachstum und Wohlstand gefährdet.

Um das Potenzial der beschriebenen Pull-Effekte attraktiver Exit-Möglichkeiten besser auszuschöpfen und um international wettbewerbsfähig zu sein bzw. zu werden, sind Maßnahmen auf vier Ebenen erforderlich.

Es sollte

- die Teilnahme neuer und bestehender Investor*innengruppen am Aktienmarkt erleichtert,
- der Zugang von Startups zum öffentlichen Kapitalmarkt vereinfacht,
- die bestehende – vorrangig steuerliche – Diskriminierung bestimmter Exit-Kanäle abgeschafft sowie
- die Infrastruktur und das Know-how für Exits, auch für kleinere und risikoreichere, bahnbrechende Startups, verbessert werden.

Um das Startup-Ökosystem in Deutschland erfolgreich und nachhaltig weiterzuentwickeln, wird es in der kommenden Legislaturperiode entscheidend darauf ankommen, die Rahmenbedingungen von Exits verstärkt in den Fokus politischer Maßnahmen zu stellen.

1. Warum wir einen geschlossenen Finanzierungskreislauf brauchen

Startups: Der Wachstumsmotor für unsere Volkswirtschaft

Startups prägen unseren Alltag: Mit ihren innovativen Services und Produkten haben sie verändert, wie wir einkaufen, bezahlen und uns fortbewegen. Sie beeinflussen aber nicht nur unser tägliches Leben, sondern gewinnen auch für den Wirtschaftsstandort Deutschland massiv an Bedeutung. Einerseits schaffen Startups Innovationen, andererseits stimulieren sie – sowohl durch den von ihnen erzeugten Wettbewerbsdruck als auch durch vielfältige Arten der Zusammenarbeit – etablierte Unternehmen, ebenfalls innovativer zu sein bzw. zu werden. So sind sie ein entscheidender Faktor im Entwicklungs- und Transformationsprozess unserer Wirtschaft und maßgeblicher Innovations- und Wachstumstreiber. Damit stärken sie die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands und tragen dazu bei, unseren Wohlstand zu sichern.

Rund 415.000 Menschen arbeiten schon jetzt für ein deutsches Startup bzw. Scaleup.¹ Hinzu kommt, dass für jeden neuen Arbeitsplatz in einem Startup neue Arbeitsplätze außerhalb dieser Unternehmen entstehen. Das schnellere Wachstum führt zu einem beschleunigten Beschäftigungseffekt. Konservativen Schätzungen zufolge sind durch die Multiplikatoreffekte bisher mehr

als 1,6 Millionen Arbeitsplätze in Deutschland von Startups direkt geschaffen oder indirekt durch sie gesichert worden.² Und das Startup-Ökosystem in Deutschland wächst weiter: Allein im ersten Halbjahr 2021 haben sechs Startups den Status eines „Unicorns“, d. h. eine Bewertung von mindestens einer Mrd. US-Dollar, erreicht. Zwischen Januar und Juni 2021 floss mit mehr als 7,5 Milliarden Euro Wagniskapitalinvestitionen so viel Kapital an Startups wie noch nie zuvor in einem Vergleichszeitraum.³ Mit dem Münchner Technologieunternehmen Celonis hat im Juni 2021 sogar erstmals ein deutsches Startup die Bewertung von zehn Milliarden US-Dollar überschritten.

In den letzten Jahren wurden wichtige Maßnahmen im Bereich der Frühphasenfinanzierung zur Stärkung des Startup-Standorts Deutschland durchgesetzt. Es ist auch das Ergebnis dieser erfolgreich wirkenden Maßnahmen, dass jetzt die Notwendigkeit besteht, den Fokus verstärkt auch auf die späteren Entwicklungsphasen zu richten. Vor diesem Hintergrund konzentriert sich das Papier auf den Exit als wichtiges Element für den Finanzierungskreislauf, der erforderlich ist, um ein dauerhaft erfolgreiches Startup-Ökosystem zu schaffen.

Exits als wichtiger Baustein im Finanzierungskreislauf und der **Nachholbedarf in Deutschland**

Das deutsche Startup-Ökosystem hat sich in den vergangenen Jahren zwar rasant weiterentwickelt, doch ein Blick ins Ausland zeigt bisher noch nicht ausgeschöpfte Potenziale: Schon heute arbeiten in Schweden 2,1 % und in den USA sogar 8,4 % aller Beschäftigten in Startups und Scaleups – in Deutschland liegt dieser Wert bisher nur bei 0,9 %.⁴ Etwas mehr als die Hälfte aller weltweit bestehenden Unicorns haben ihren Sitz in den USA, während nur

In Schweden arbeiten 2,1 %
aller Beschäftigten in
Startups und Scaleups –
in Deutschland nur 0,9 %.

¹ Internet Economy Foundation, Roland Berger, Deutsche Börse & Bundesverband Deutsche Startups (2021): Für ein Wirtschaftswunder 2.0 – Wie Startups und Scaleups den deutschen Arbeitsmarkt beflügeln. [Link](#). ² ebd. ³ Startup Barometer Deutschland der Prüfungs- und Beratergesellschaft EY, 14. Juli 2021. [Link](#). ⁴ ebd.

2,1 % dieser Wachstumsunternehmen aus Deutschland kommen – bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt sind das etwas mehr als viermal so viele.⁵ Besonders sichtbar wird dieser Rückstand auch bei einem Blick auf die Kapitalmärkte, an denen der europäische Anteil an der weltweiten Marktkapitalisierung in den vergangenen 20 Jahren kontinuierlich zurückgegangen ist.⁶ Getrieben wird diese Entwicklung von mehr oder weniger jungen Tech-Unternehmen, deren Anteil am US-amerikanischen Börsenbarometer Standard & Poor's 500 inzwischen knapp drei Viertel beträgt, während im deutschen DAX mit SAP, Infineon und Delivery Hero bisher nur wenige Firmen mit Tech-Fokus und entsprechendem Wachstumspotenzial vorhanden sind.⁷ Auch die Anfang September 2021 im Zuge der Erweiterung des DAX auf 40 Unternehmen angekündigte Aufnahme von Zalando, Hello Fresh, QIAGEN und des Spin-Offs Siemens Healthineers in den deutschen Leitindex stellt keinesfalls eine Kehrtwende dar. Denn die Erweiterung des DAX geht einher mit einer Verkleinerung des MDAX. Dadurch wird der Aufstieg für neue Börsenaspiranten eher erschwert. Und das in diesem Zusammenhang eingeführte Erfordernis der Profitabilität für neue DAX-Konzerne, das angesichts der Insolvenz eines DAX-Konzerns im vergangenen Jahr auf den ersten Blick verständlich erscheinen mag, ist aufsichtsrechtlich nicht zwingend. Zudem werden dadurch gerade stark investierende und wachsende Unternehmen und somit auch zuvor mit Venture Capital finanzierte Technologieunternehmen unter Umständen nicht berücksichtigt.

In den USA ist Grundlage für die dortige positive Entwicklung eine Vielzahl erfolgreicher Exits im amerikanischen Startup-Ökosystem. Doch was steckt hinter dem Begriff „Exit“? Auch wenn es auf den ersten Blick so wirken mag, ist der Exit nicht etwa der Endpunkt der Entwicklung eines Startups – er ist vielmehr ein wichtiger Meilenstein in dessen Lebenszyklus. Letztendlich bedeutet ein Exit, dass (bestimmte) Anteilseigner*innen ihre Anteile (teilweise) veräußern. Ob bzw. inwiefern ein Exit vorliegt, ist daher mitunter auch eine Frage der Perspektive: Das heißt, ein Exit kann aus Sicht der Gründer*innen und/oder auch aus Sicht der Investor*innen stattfinden. Ein Exit eröffnet dem Unternehmen üblicherweise die Möglichkeit, die nächste Wachstumsstufe zu erreichen und kann damit – unabhängig von der jeweiligen Erscheinungsform – oft ein wichtiges Finanzierungsinstrument sein.

Dabei gibt es unterschiedliche Formen des Exits:

- den „klassischen“ Börsengang (Initial Public Offering; IPO),
- den vollständigen oder teilweisen Verkauf
 - a.) an Investor*innen oder
 - b.) als Trade-Sale, d. h. den Verkauf an ein anderes Unternehmen, das strategische Gründe für den Kauf hat, sowie den in den letzten Jahren häufiger zu beobachtenden
- Zusammenschluss mit einem SPAC (= Special Purpose Acquisition Company).

Besonders verbreitet ist der Exit durch einen Trade Sale. Als (Teil-)Exit dient der Trade Sale der Integration eines Startups in größere Unternehmen und bedeutet für Käufer*innen einen wesentlichen Zugewinn an z. B. Technologie/Know-how/IP, Produkten/Services, Distributionskanälen oder digitaler Kompetenz.

Für den Aufbau neuer unabhängiger, nachhaltiger Weltmarktführer braucht es allerdings einen IPO, weil nur dort ausreichend tiefe Kapitalpools vorhanden sind, um unabhängige globale Champions zu finanzieren. Je weiter ein Startup entwickelt ist, desto wahrscheinlicher wird ein IPO, der neben der andauernden Möglichkeit zur Aufnahme von Eigenkapital im Übrigen auch zu einer erleichterten Aufnahme von Mezzanine, Venture Debt oder klassischem Fremdkapital für das Unternehmen führt. Beispiele von Unternehmen, die ihre Erfolgsgeschichte durch einen Börsengang und den Kapitalmarkt finanziert haben, sind in den Vereinigten Staaten die „FAANG“ (Facebook, Amazon, Apple, Netflix und Google) und in Deutschland SAP, Delivery Hero, Zalando, SUSE und TeamViewer.

Doch wie steht es um die Exit-Kultur im deutschen Startup-Ökosystem? Auf Basis der vorliegenden Daten ist zwar in den vergangenen Jahren die Zahl der Exits deutscher Startups rückläufig, allerdings ist ein Anstieg des realisierten Exit-Volumens zu beobachten. Die untenstehende Grafik zeigt, dass von 2015 bis heute 444 Akquisitionen von Unternehmen erfolgten.⁸ Zudem verdeutlicht die Grafik, dass in Deutschland fast 90 % aller Exits Verkäufe inkl. Trade Sales ausmachen, während nur knapp 8 % der Exits per IPO stattfinden.⁹ Trotz der geringen IPO-Anzahl tragen IPOs zu ca. einem Drittel

⁵ CB Insights (2021): The Complete List Of Unicorn Companies (Stand: 04.08.2021). [Link](#). ⁶ Dealroom (2021): Startup cities in the Entrepreneurial Age, S. 6. [Link](#). ⁷ ebd. ⁸ Dabei handelt es sich um ausschließlich nach dem Jahr 2000 gegründete und mit Venture Capital finanzierte Unternehmen. ⁹ Quelle: Dealroom.co Unter Akquisition/Buyout sind unter Umständen auch Verkäufe von nicht besonders erfolgreichen Unternehmen oder sogar Notverkäufe mit aufgeführt. Zudem wurden für den IPO nur die den Investor*innen und dem Unternehmen zugeflossenen Mittel berücksichtigt, beim Trade Sale jedoch der Gesamtverkaufspreis (soweit vorhanden).

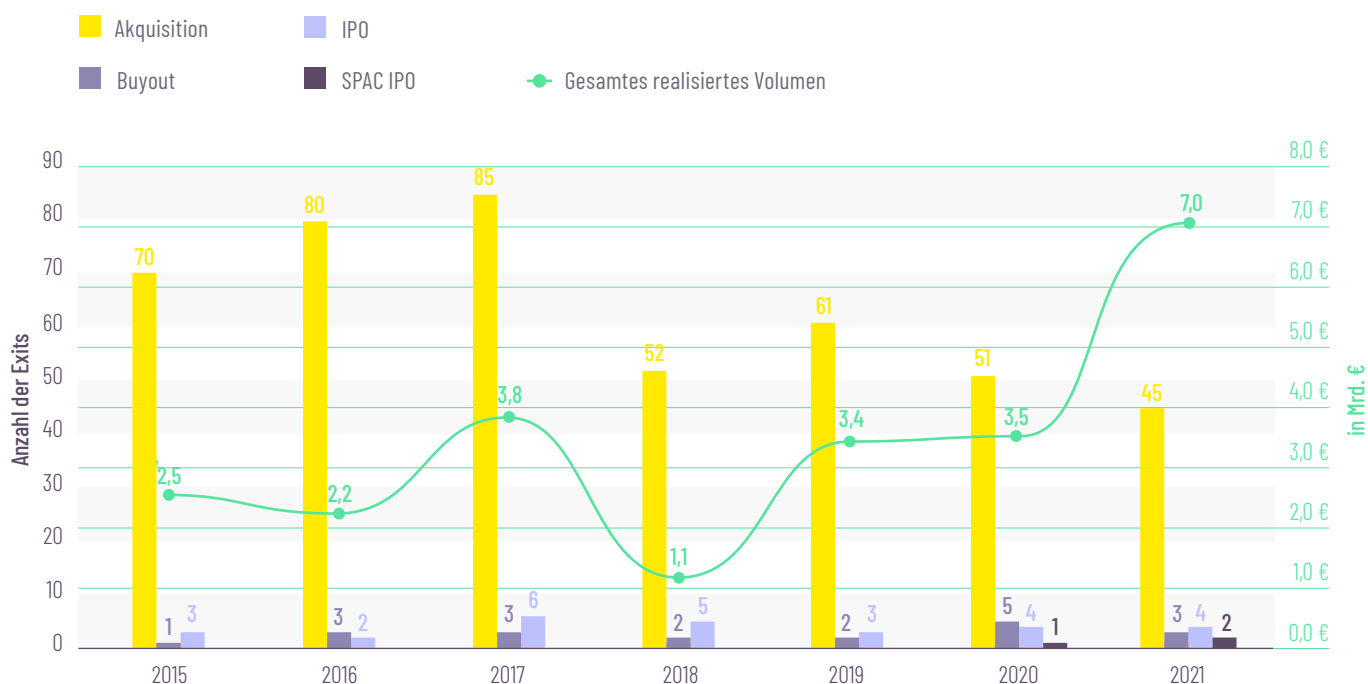
der Exit-Erlöse bei: Durchschnittlich entspricht das Volumen beim IPO damit dem ca. 6-Fachen gegenüber dem Trade Sale.¹⁰ Da dies nur die platzierten Erlöse beim IPO einrechnet und der Anteil der (Alt-)Investor*innen und Gründer*innen am Unternehmen auch nach einem IPO in den meisten Fällen noch immer weit mehr als 50 % ausmacht, wird das IPO-Volumen tendenziell noch unterschätzt. Zudem können weitere Kurssteigerungen die Exit-Erlöse beim Verkauf nach dem IPO noch erhöhen. Für die Attraktivität des IPO als Instrument zur Wachstumsfinanzierung ist ferner zu berücksichtigen, dass in der Regel knapp drei Viertel des Platzierungsvolumens eines IPOs unmittelbar in das Unternehmen fließen.¹¹

Im europäischen Vergleich ist insbesondere in Schweden der Anteil der IPOs mit über 25 % aller realisierten Exits dreimal größer als in Deutschland.¹² Auch die IPOs deutscher Startups wie Curevac und BioNTech – oder des rumänischen Unternehmens UiPath – in den USA

verdeutlichen den Handlungsbedarf, die europäischen Börsenplätze noch attraktiver für Startups bzw. Scaleups zu gestalten. Denn mit der Wahl eines außereuropäischen Börsenplatzes besteht die Gefahr, dass die mit der weiteren Unternehmensentwicklung einhergehende Wertschöpfung vornehmlich außerhalb Europas stattfindet. Dadurch wird die Wettbewerbsfähigkeit Europas geschwächt. Langfristig entstehen dadurch Wohlstandsverluste.

Durchschnittlich entsprechen die Volumina der IPO-Erlöse dem 6-Fachen gegenüber den Volumina von Startup-Verkäufen.

Die Grafik veranschaulicht die zeitliche Entwicklung der verschiedenen Exit-Wege.



Quelle: Eigene Auswertung nach Dealroom (Stand: 17. August 2021).

¹⁰ Im Pitchbook European Venture Report FY 2020 waren die durchschnittlichen IPO-Proceeds 2020 sogar 8,8-mal höher als beim M&A. ¹¹ Eigene Auswertung auf Basis der Primärmarktstatistik (2021) der Deutsche Börse AG zu IPOs für die letzten drei Jahre, wobei Spin-offs aus Großkonzernen wie VW, DB, Siemens etc. und Knorr-Bremse eliminiert wurden. Vgl. Link. Eine genauere Analyse von nur VC-finanzierten Startup IPOs könnte zu noch höheren Finanzierungsanteilen führen, da es auch Konstellationen gibt, in denen IPOs erst durch die Investments von VCs im IPO überhaupt möglich sind. Das ist insbesondere bei Investitionen sogenannter Cross-over-Funds, d. h. Fonds, die sowohl Pre-IPO als auch Post-IPO investieren, der Fall. Insofern wären weitere, tiefere Untersuchungen dazu wünschenswert. ¹² Eigene Auswertung auf der Basis von Dealroom.co-Daten.

Initial Public Offering (IPO)

Das IPO, die Listung der Anteile an öffentlichen Börsenplätzen, dient der (weiteren) Kapitalaufnahme bzw. wird nach einer Sperrfrist – der sog. Lock-up-Phase – von Wagniskapitalgeber*innen als Exit genutzt. Mit dem Börsengang kann zudem zu einem späteren Zeitpunkt die Aufnahme weiteren Eigenkapitals über den Kapitalmarkt erfolgen und die Aktie als „Währung“ für Übernahmen anderer Unternehmen genutzt werden.

Management Buy-out (MBO)

Im Falle eines MBO übernimmt das Management-Team bzw. Teile davon das Startup. Eine solche Veräußerung ist für Startups aber eher eine Ausnahme, da das Management-Team meist nicht auf die erforderlichen finanziellen Mittel zurückgreifen kann.

Asset-Deal

Bei einem Asset-Deal werden gegenüber einem Share-Deal nicht die Anteile oder Aktien der Eigentümer*innen verkauft, sondern einzelne Assets des Unternehmens, wie z. B. Produkte mit Patenten oder Geschäftseinheiten. Der Kaufpreis fließt dann auch nicht an die Eigentümer*innen, sondern an das Unternehmen. Er muss dort versteuert werden, bevor er an die Eigentümer*innen ausgeschüttet werden kann.

SPAC

(Special Purpose Acquisition Company)

Bei der Finanzierung über eine SPAC handelt es sich um ein Vehikel oder eine Mantelgesellschaft, die alleine den Zweck hat, das im Rahmen eines IPOs von Investor*innen eingesammelte Geld zur Akquisition von Unternehmen zu verwenden. Zum Zeitpunkt des SPAC-IPOs stehen im Regelfall bezüglich des potenziellen Targets maximal die Branche und die Zielregion fest. In den USA haben sich SPACs vor allem seit 2020 etabliert, aber auch in Deutschland gab es 2021 bisher drei SPAC-Listings.

Secondary

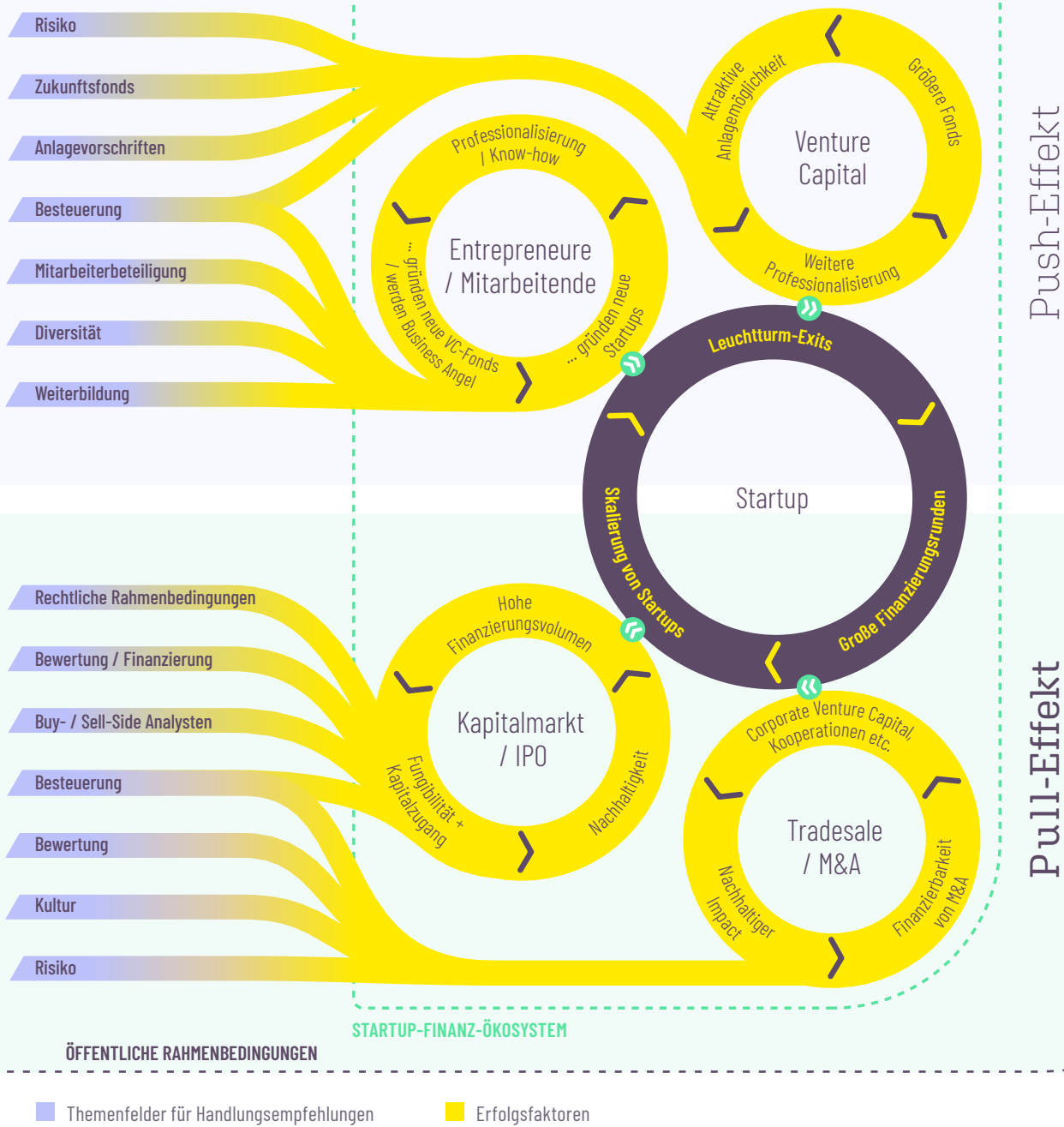
Im Rahmen von Finanzierungsrunden erhalten Investor*innen typischerweise neu geschaffene Geschäftsanteile des Startups. Dies nennt man „Primary“-Finanzierung. Ein „Secondary“ hingegen liegt vor, wenn Investor*innen statt neuer bestehende Anteile von anderen Gesellschafter*innen kaufen. Dann fließt das Kapital der verkaufenden Gesellschafter*innen zu und nicht dem Startup selbst. Es liegt also eine Art „Teil-Exit“ vor, zumindest für verkaufende Gesellschafter*innen.

Acqui-Hiring

Nicht jede Übernahme hat zum Ziel, das Produkt oder den Service des Startups in das eigene Portfolio aufzunehmen. Bei einem Acqui-Hire geht es vielmehr darum, die besten Köpfe für das eigene Unternehmen zu verpflichten. „Acqui-Hiring“ setzt sich aus den Worten „Acquisition“ und „Hiring“ zusammen und bezeichnet die Übernahme eines Startups, um dessen Mitarbeiter*innen für das eigene Unternehmen zu gewinnen. Dies trifft insbesondere auf hochqualifizierte technische Mitarbeiter*innen zu, die auf dem freien Markt nur schwer zu verpflichten sind.

Verkauf, insbesondere Trade Sale

Der Exit durch Verkauf des Startups oder Teile davon erfolgt an Investor*innen. Bei Investor*innen kann es sich sowohl um strategische Geldgeber*innen, z. B. etablierte Unternehmen, als auch um Finanzunternehmen wie Private-Equity-Fonds handeln. Im Falle einer Übernahme durch ein anderes Unternehmen wird von Trade Sale gesprochen. Der Verkauf findet in den meisten Fällen durch Übertragung der Anteile bzw. Aktien der Eigentümer*innen an die Käufer*innen im Rahmen eines sogenannten **Share-Deals** statt.



Für ein dynamisches Startup-Ökosystem: Der Pull-Effekt erfolgreicher Exits

In der Vergangenheit zielten die Diskussionen zur Weiterentwicklung des deutschen Startup-Ökosystems und die daraus resultierenden staatlichen Maßnahmen besonders auf die Frühphase: Mit Blick auf Frühphasen-Finanzierungen wurde 2005 der High-Tech-Gründerfonds (HTGF) aufgebaut und 2013 der INVEST-Zuschuss für Wagniskapital eingeführt. Seit einigen Jahren richtet sich der Fokus nun auch auf die deutlich kapitalintensive-

re Wachstumsphase, was insbesondere mit dem bereits teilweise umgesetzten 10-Milliarden-Euro-Zukunftsfonds zum Ausdruck kommt.¹³ Die Erhöhung verfügbaren Wagniskapitals – sowohl durch Business Angels als auch durch Venture-Capital-Gesellschaften – ist als Treibstoff essenziell, um Innovationen und den Markteintritt wettbewerbsfähig finanzieren zu können.¹⁴ Zur Stärkung dieser Push-Effekte wurden an anderer Stelle bereits

¹³ Vgl. Honold, Dirk (2020): Der Zukunftsfonds – wie wird das Finanzökosystem der Startups verbessert? VC Magazin 2020 / 8, S. 14-15; Honold, Dirk (2021): Der Zukunftsfonds – Einordnung und Wirkung auf Start-ups in der Biotechnologie. In: Plattform Life Sciences 1/2021, S. 14-16. ¹⁴ U. a.: BVK, Internet Economy Foundation & Roland Berger (2018): Treibstoff Venture Capital – Wie wir Innovation und Wachstum befeuern. [Link](#).

Vorschläge unterbreitet, auf die hier verwiesen werden soll.¹⁵ Auch wenn sich dieses Papier im Wesentlichen dem Exit als Pull-Effekt widmet, erscheint es entscheidend, stets das Zusammenspiel der einzelnen Faktoren zu berücksichtigen, um mit einem umfassenden Ansatz zu wirksamen und nachhaltig wirkenden Maßnahmen zu kommen.

Die Grafik veranschaulicht das Zusammenspiel der Push- und Pull-Effekte. Neben der größeren Bereitstellung von Wagniskapital für Startups und dem damit verbundenen Push-Effekt ist der Exit mit seinem Pull-Effekt entscheidend für die Nachhaltigkeit des Finanz-Ökosystems. Zugleich werden so wesentliche Weichen für den nachhaltigen Einfluss von Startups für die deutsche Volkswirtschaft gestellt. Während Business Angels überwiegend aus dem eigenen Vermögen Wagniskapital zur Verfügung stellen, investieren Venture-Capital-Fonds üblicherweise aus geschlossenen Fonds, die ihrerseits mit dem Kapital meist institutioneller Investor*innen wie z. B. Versicherungen, Versorgungswerken oder Pensionskassen gespeist sind. Diese Fonds haben begrenzte Laufzeiten (zehn bzw. zwölf Jahre) und erwarten eine Rendite innerhalb von zu- meist sieben bis zehn Jahren. Da Startups als Wachstumsunternehmen keine Dividenden zahlen können, ist die Rendite der Kapitalgeber*innen dabei ausschließlich vom Veräußerungserlös beim Exit abhängig.¹⁶ Der angestrebte Exit ist somit der wesentliche Treiber des Investments und löst damit einen Pull-Effekt für mehr Kapital auch in der Früh- und Wachstumsphase aus. Die beim Exit erwarteten Renditen führen überhaupt erst zu Investitionen in ein Startup. Zugleich sorgen Exits dafür, dass die Wagniskapitalgeber ihr Kapital mit Rendite zurückbekommen und bei Erfolg wieder in-

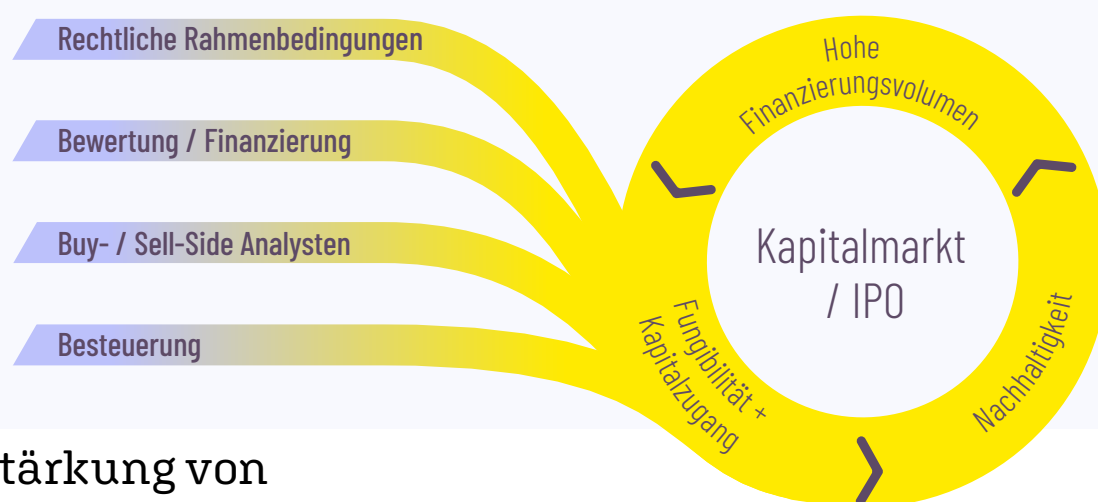
vestieren: Je größer also der Erfolg eines Fonds in der Vergangenheit war, desto größer wird die Bereitschaft (neuer) Fondsinvestor*innen sein, in künftige Fonds dieses Teams zu investieren. Hohe Renditen ziehen neue Investments an, dadurch wird die Attraktivität der Anlageklasse Venture Capital gestärkt. Das bedeutet: Verbesserungen der Exit-Rahmenbedingungen führen – gewissermaßen automatisch – auch zu einer gesteigerten Kapitalbereitstellung und Attraktivität des gesamten Finanz-Ökosystems von Startups.

Es ist entscheidend, den Exit als wichtigen Baustein einer erfolgreichen Startup-Gründung zu verstehen. Ohne Exits wären die aktuell stark steigenden Startup-Investitionen – wie dargelegt – zum einen gar nicht vorstellbar, zum anderen wären sie lediglich ein Effekt ohne nachhaltige Wirkung. Exits – bzw. auch hinreichend zur Verfügung stehende attraktive Exit-Optionen – sind somit für ein langfristig erfolgreiches Finanz-Ökosystem von Startups und Wagniskapital elementar.

In den USA haben attraktive Exit- bzw. IPO-Rahmenbedingungen viele der heute weltweit dominierenden Tech-Unternehmen und ihr schnelles Wachstum erst ermöglicht. Wenn wir hier auf dem europäischen Kontinent stärker werden wollen, braucht es attraktive Rahmenbedingungen für den Exit. Damit werden nicht nur Exits selbst erleichtert, sondern im Ergebnis der gesamte Startup-Lebenszyklus einschließlich der Gründungsphase gestärkt. Dazu werden im Folgenden die beiden am häufigsten zu beobachtenden Varianten des Exits, Börsengänge (IPOs) und Verkäufe, hier insbesondere der Trade-Sale, vertieft dargestellt.

Ohne Exits wären die aktuell stark steigenden Startup-Investitionen nicht vorstellbar und ein Effekt ohne nachhaltige Wirkung.

2. Wie wir Exits von Startups stärken können



Stärkung von Börsengängen (IPOs)

Essentiell für eine optimale Nutzung des Pull-Effekts und der damit einhergehenden Stärkung des Startup-Ökosystems ist es, die Rahmenbedingungen für die einzelnen Exit-Varianten möglichst attraktiv auszugestalten. Eine wichtige Rolle kommt dabei der Steigerung der Attraktivität von Börsengängen zu.

IPOs dienen vorrangig der Wachstumsfinanzierung: Fast drei Viertel des Platzierungsvolumens eines IPOs fließen zur weiteren Wachstumsfinanzierung unmittelbar in das Unternehmen.¹⁷ Darüber hinaus bietet der IPO aber auch Gründer*innen, Altinvestor*innen und Mitarbeitenden, ggf. nach Ablauf einer Lockup-Periode, die Möglichkeit eines (Teil-)Exits durch den Verkauf ihrer Anteile. Der Kapitalmarkt übernimmt durch sogenannte „Primaries“ eine zentrale Rolle bei der Wachstumsfinanzierung. Sowohl die Erlöse aus dem Verkauf neu geschaffener Anteile

im Rahmen eines IPOs als auch Erlöse aus dem Verkauf von Anteilen, die bei etwaigen nachfolgenden Kapitalerhöhungen neu ausgegeben werden, fließen direkt in das jeweilige Startup. Das Startup kann das Kapital daher zur weiteren Skalierung und Internationalisierung nutzen.

Der Zugang zu internationalen Liquiditätspools über den Kapitalmarkt vergrößert die Chance, geeignete Investor*innen für das Startup zu finden. Schließlich sind ab einer gewissen Größenordnung Finanzierungen häufig schlicht nur noch über den öffentlichen Kapitalmarkt möglich, da der Pool an möglichen Investor*innen durch einheitliche Transparenz und Regulierung deutlich größer ist als im rein privaten, d. h. nicht gelisteten Markt. Durch einen IPO erhält das Startup daher die Möglichkeit, eine langfristige Quelle für einen kontinuierlichen Kapitalzufluss zu erschließen.

Ein weiterer positiver Aspekt eines Börsenlistings ist die dauerhafte Herstellung der Fungibilität der Unternehmensanteile: Anteile sind frei handelbar und ihr Wert ist zu jedem Zeitpunkt sichtbar. Dadurch können breitere Bevölkerungsanteile am Erfolg des Unternehmens teilhaben. So entsteht neben der Wertschöpfung des Unternehmens durch Produkte und Dienstleistungen auch Vermögensbildung für die beteiligten Anleger*innen.

Gemessen an der Anzahl der Börsengänge und der Wirtschaftsleistung nutzt Deutschland im internationalen Vergleich das Potenzial des Kapitalmarkts allerdings noch zu wenig: So lag das IPO-Gesamtvolumen 2020 in Deutschland mit 1,1 Mrd. Euro so niedrig wie nie seit der Finanzkrise 2008/2009¹⁸, während in den USA die höchste Zahl an IPOs seit 20 Jahren zu verzeichnen war.¹⁹ Das führt zu gravierenden negativen Konsequenzen wie z. B. einer erschwerten oder gar unmöglichen Entwicklung von Innovationen bis hin zur Marktreife sowie einem beschnittenen Potenzial, global zu agieren, was eine geringere Sichtbarkeit für Kund*innen, Geschäftspartner*innen sowie Investor*innen und schließlich weniger geschaffene Arbeitsplätze zur Folge hat. Dadurch wird langfristig der Erhalt des Wohlstands gefährdet. Mit dem Börsengang hingegen erhalten Startups einen offenen Zugang zum Kapitalmarkt, wachsen einfacher als Unternehmen ohne vergleichbaren Zugang und werden insgesamt auch robuster gegen Einbrüche der Binnenkonjunktur.

Besonders bedeutend zur Verbesserung des Kapitalmarktzugangs von Unternehmen und deren Liquidität im Markt – ausgedrückt durch das Handelsvolumen – ist die Förderung der Eigenkapitalkultur privater Haushalte. Diese könnte wesentlich zur Erschließung ungenutzter Pools für Chancen- und Produktivkapital beitragen, insbesondere durch Kapitalmarktinvestments im Rahmen der Altersvorsorge. Kapitalsammelstellen sollten – im Bereich der Altersvorsorge und darüber hinaus – wesentlich mehr zur Finanzierung von Innovation, Wachstum und Transformation der deutschen Wirtschaft genutzt werden, die in Teilen von Startups getragen wird.

Dafür sind neben Generalist*innen auch auf einzelne Tech-Branchen spezialisierte Investor*innen entscheidend, die das Marktumfeld und die Unternehmen mit besonderer Expertise einordnen und somit bereits frühzeitige Investitionen in Startups ermöglichen.

IPOs dienen vorrangig der Wachstumsfinanzierung: Knapp ¼ des Platzierungsvolumens eines IPOs fließen zur weiteren Wachstumsfinanzierung unmittelbar in das Unternehmen.

Für den Deutschen Aktienindex (DAX) belegen langjährige Statistiken, dass bei einer rationalen Ansparung nach 15 Jahren statistisch kein Verlustrisiko mehr gegeben ist. Die Rendite schwankt zwischen 2,2 % und 16,4 % p. a. und liegt im Durchschnitt bei 9,2 % p. a.²⁰ Die Altersvorsorge ist durch ihren langfristigen Charakter daher besonders gut geeignet, von nicht immer kurz-, wohl aber langfristig gegebenen Renditen im Aktienmarkt zu profitieren. Im Übrigen besteht im Rahmen der Altersvorsorge die Möglichkeit, Investitionen weitestgehend zu diversifizieren und so Risiken zu senken. Die Altersvorsorge ist somit ideal geeignet, längerfristiges, produktives und innovatives Eigenkapital für Startups bereitzustellen. Gleichwohl erfolgt die Altersvorsorge in Deutschland oft noch immer mit wenig innovativen Versicherungen und Sparplänen, während lediglich 17,5 % der Bürger*innen Aktien halten.²¹

Vor diesem Hintergrund sollte in allen drei Säulen der Altersvorsorge – der gesetzlichen, der betrieblichen und der privaten Altersvorsorge – eine kapitalgedeckte Komponente oder, sofern systemisch möglich, sogar der Fokus auf diese Anlageform gelegt werden, damit es nicht weiterhin heißt: „Die Amerikaner sparen weniger als die Deutschen, haben aber mehr angespart!“

EXKURS – Distributed Ledger Technologie (DLT)

Ein international wettbewerbsfähiger Finanzplatz muss sich den Innovationen im Finanzierungsumfeld stellen und diese mitgestalten. Insofern sollten unter anderem die Möglichkeiten neuer Blockchain / Distributed Ledger Technologien genutzt werden. Hierfür sollte bei der Tokenisierung von Eigenkapital Rechtssicherheit geschaffen werden. Die Grundlagen bei der Tokenisierung von Schuldverschreibungen sind bereits geschaffen, im nächsten Schritt sollten auch die gesetzlichen Rahmenbedingungen zur Tokenisierung von Eigenkapital initiiert werden. Dabei geht es nicht darum, vorhandene Regulatorik, Anlegerschutz und Compliance zu umgehen, sondern die richtigen

Rahmenbedingungen zu setzen, damit Deutschland hier international wettbewerbsfähig bleibt oder idealerweise sogar eine Vorreiterrolle durch Ausnutzung der vorteilhaften Ausgangslage einnimmt. Ein möglicher erster Anwendungsbereich für ein Mehr an Rechtssicherheit durch klare Grundlagen besteht im „private placement“-Umfeld, d. h. bei Finanzierungen durch Privatplatzierungen, die nicht über den öffentlichen Kapitalmarkt gehandelt werden, sondern nur wenige, ausgewählte Anleger*innen beteiligen: Hier könnte durch den Einsatz von DLT erforderliche Standardisierung und Transparenz in der Abwicklung gefördert werden.

In allen drei Säulen der Altersvorsorge sowie grundsätzlich im Aktiensparen sind dafür wichtige Weichenstellungen erforderlich. Zielführend sind dabei:

- die Stärkung der kapitalgedeckten Komponente im Rahmen der gesetzlichen Rente auch mit Aktien. Dadurch würde eine Teilhabe am wirtschaftlichen Erfolg für breite Bevölkerungsschichten ermöglicht und gleichzeitig der nationale Kapitalmarkt gestärkt;
- die Absenkung erforderlicher Eigenkapitalunterlegung und der Abbau regulatorischer Hindernisse für Investments von Kapitalsammelstellen, insbesondere für Versicherungsunternehmen (Solvency II) und Banken (Basel IV)²² in Eigenkapitaltitel;
- die Schaffung von Anreizen für das Aktiensparen bei Privatanleger*innen, insbesondere im Bereich des langfristigen Aktienbesitzes vor allem zur Altersvorsorge durch
 - Wiedereinführung der Steuerfreiheit von Veräußerungserlösen nach einer Haltefrist sowie
 - Reduzierung bzw. Vermeidung von Steuernachteilen im Bereich der Eigenkapitalfinanzierung, z. B. durch Aufhebung der Begrenzung der Verlustverrechnung.

Allerdings sollte nicht nur für potenzielle Anleger*innen die Attraktivität eines Engagements am Kapitalmarkt gesteigert werden, sondern auch für Startups selbst. Ein erleichterter Zugang für Wachstumsunternehmen zum deutschen Kapitalmarkt könnte z. B. durch folgende Maßnahmen gefördert werden:

- Vereinfachungen und Flexibilisierung im Aktienrecht, z. B. zur Erhöhung der Flexibilität bei der Strukturierung von Finanzierungen, insbesondere bei Kapitalerhöhungen (mit Bezugsrechtsabschluss) und bei der Festlegung und Anpassung des Angebotspreises beim IPO²³ sowie der Einführung von Dual Class Shares²⁴;
- Einführung von nur graduell steigenden Anforderungen in Bezug auf laufende Reporting- und Transparenzpflichten für junge Wachstumsunternehmen nach dem Börsengang (wie z. B. im US-JOBS-Act);
- Vereinfachung und unterstützter Ausbau der Infrastruktur für IPOs auch für kleinere und risikoreichere, bahnbrechende Startups sowie deren anspruchsvolle Finanzierungen. Hier müsste entgegen der in den letzten Jahren verschärften Regelungen für Marktbegleitungen auf EU-Ebene, die mit weiterem Abbau von Kapazitäten in Deutschland einhergeht, durch
 - Analystenberichte, das sogenannten Sell-Side Research, von der Regulierung ausgenommen bzw. dauerhafte ohne kostentragende Bezahlung von Assetmanagern erstellt werden, um den Umfang von Transaktionen mit unabhängigem Research zu verbessern
 - und somit Bewertungskompetenz mit finanzierungsrelevantem Branchen-Know-how in Deutschland aufzubauen.

²² Vgl. BT-Drucks. 19/31320, S. 2. ²³ Weitere Details siehe u.a. Deutsches Aktieninstitut (2021), Auslandslistings von BioNTech, CureVac & Co. - Handlungsempfehlungen an die Politik für mehr Börsengänge in Deutschland. ²⁴ Ausführlich zur Funktionsweise von Dual Class Shares vgl. UK Listing Review vom 03.03.2021, [Link](#); zu den positiven Auswirkungen von Dual Class Shares auf Innovation vgl. [Link](#).



Stärkung von Verkäufen, insbesondere Trade Sales

Im Sinne eines umfassenderen Konzepts zur Exit-Förderung bedarf es jedoch nicht nur einer Stärkung von IPOs als Exit-Kanal, sondern auch der Stärkung von Verkäufen, insbesondere des Trade Sale, an (Groß-) Unternehmen. Diese Möglichkeit ist nach wie vor die weit überwiegend genutzte Exit-Variante. Sehr hohe Transaktionsvolumina bei Beteiligung deutscher Investor*innen auf Käufer*innenseite sind dabei aktuell eher (noch) eine Seltenheit. In Deutschland sind in den vergangenen beiden Jahren nur zwei Trade Sales deutscher Corporates mit einem Volumen von mehr als einer Milliarde Euro bekannt geworden: Flaschenpost wurde von der Oetker-Gruppe und Signavio von SAP übernommen.

Die Gründe für die geringe Zahl an Trade Sales mit hohem Kaufpreis und den dementsprechend zu stärkenden Pull-Effekt von Trade Sale-Exits sind vielfältig. Sie lassen sich grob in drei Kategorien einteilen: erstens in käuferbedingte, zweitens im Kauf selbst liegende und zuletzt in allgemeine Gründe.

Die von potenziellen Käufer*innen ausgehenden Gründe für ein relativ schwaches Trade Sales-Umfeld in Deutschland sind vor allem deren finanzielle Möglichkeiten und Investitionsstrategien. Historisch werden mit Blick auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis amerikanische Unternehmen im Dow Jones höher bewertet als die deutschen DAX-Unternehmen – wobei dem Dow Jones u.a. mit Apple, Microsoft oder Salesforce auch einige der erfolgreichsten Wachstumsunternehmen der Welt angehören. Dort wird höheres und längerfristiges Zukunftspotenzial besser eingepreist. Dazu kommen

Deutschen Unternehmen fehlt häufig die finanzielle Schlagkraft, hohe Kaufpreise für Startups zu zahlen.

noch viele weitere Tech-Unternehmen an der Nasdaq, deren Bewertungen sich nicht mit heutigen Gewinnen, sondern mit ihrem aktuellen und erwarteten Wachstum begründen. So fehlt vielen relativ niedrig bewerteten deutschen Unternehmen häufig schlicht die finanzielle Schlagkraft, hohe Kaufpreise zu zahlen, denn diese werden oftmals zumindest teilweise in eigenen Aktien gezahlt. Familienunternehmen wiederum wachsen ihrer Unternehmensstrategie nach oft organisch, sodass auch hier eine breite Käuferschicht im Exit-Markt für Startups kaum gegeben ist. Ein weiterer Faktor ist, dass Übernahmen in Deutschland nicht immer positiv gesehen werden – ein Aspekt, der durch die Dominanz von Übernahmen aus dem Ausland, insbesondere aus den USA, weiter verstärkt wird.

Die den Kauf selbst betreffenden Gründe, die einen Trade Sale in Deutschland bisher relativ unattraktiv machen, ergeben sich aus den gegebenen rechtlichen, insbesondere steuerlichen Rahmenbedingungen. Beim Asset-Deal ist gegenüber dem Share-Deal eine relative höhere steuerliche Belastung gegeben, sodass ersterer eher selten gewählt wird. Zugleich geht damit eine wichtige Gestaltungsoption für einen Trade Sale verloren. Zudem ist aus Sicht von Großunternehmen eine interne Entwicklung gegenüber einer Entwicklung in einem gekauften Startup steuerlich vorzuziehen, da hier eine mehrfache steuerliche Diskriminierung erfolgt: Im Großunternehmen können die Verluste zum einen direkt mit anderen Gewinnen verrechnet werden. Zum anderen stehen die steuerlichen Verlustvorträge in Startups bei jeder Finanzierungsrunde im Risiko und gehen bei einer Mehrheitsübernahme oft verloren.

Dementsprechend sollten Rahmenbedingungen geschaffen werden, die unabhängig von der gewählten Form des Exits gelten und alle Varianten der Zusammenarbeit zwischen Startups und Corporates berücksichtigen: Das Spektrum reicht von vollständigen Übernahmen über Asset-Deals bis zu Lizenzvereinbarungen. Eine besondere Bedeutung kommt den steuerlichen Rahmenbedingungen und staatlichen Förderungen zu.

Vor allem sind folgende Verbesserungen notwendig:

- Sonderabschreibungsmöglichkeiten für Unternehmen bei der Übernahme von Startups in Verlustphasen.
- Angleichung der Besteuerung verschiedener Exit-Möglichkeiten, insbesondere durch die Reduzierung der steuerlichen Schlechterstellung von Asset-Deals und Kooperationen im Vergleich zum vollständigen Verkauf als Share-Deal beim Startup.
- Erweiterung der Möglichkeiten zum Erhalt der Verlustvorträge bei Fortführung der Geschäfte oder des neuen Geschäftsmodells bei Übernahme durch europäische Corporates.
- Staatlich unterstützte Kredite bei Übernahmen von Startups, z. B. durch reduzierte Zinsen bei hohen F&E-Quoten oder bei Erfüllung von ESG-Kriterien.²⁵

Zuletzt gibt es einige übergeordnete Ursachen, weshalb das Potenzial für erfolgreiche Trade Sale-Exits in Deutschland noch nicht hinreichend genutzt wird:

Ein erfolgreiches Trade Sale-Ökosystem benötigt eine umfangreiche Infrastruktur und einen langfristigen Ansatz, um die beschriebenen Vorteile für die deutsche Volkswirtschaft zu erreichen. In den letzten Jahrzehnten haben sich immer mehr Technologieunternehmen als die größten Konzerne der Welt etabliert. Diese Technologieunternehmen sind oft akquisitionsfreudiger als klassische Industrieunternehmen. In Deutschland als nach wie vor industriell geprägtem Wirtschaftsstandort werden daher starke Impulse benötigt, um das Trade Sale-Ökosystem voranzubringen. Insbesondere braucht es hierfür einen ausreichenden Wissens- und Erfahrungsaustausch sowie einschlägige Best Practices: Um interessierte Unternehmen bestmöglich aufzuklären, ist eine Sammlung von Informationen und eine anonymisierte, zentral ausgewertete Analyse von Erfahrungswerten erforderlich. Die Sammlung sollte sowohl Fehler als auch Erfolge berücksichtigen und mit interessierten Unternehmen geteilt werden. Dabei geht es z. B. um Innovationsbeschleunigungen, Kostenreduzierungen, Erschließung neuer Kunden-/Marktsegmente oder den Start einer neuen Geschäftseinheit. Ein organisierter Wissensaustausch ist insbesondere auch für den Prozess der Bewertung des Startups vor der Akquisition und der Integration (oder Nichtintegration) nach der Akquisition wichtig.

Eine Sonderform des Verkaufs stellen **Teil-Exits** dar. Hierzu können neben dem oben ausführlich dargestellten Trade Sale auch Exits an Finanzinvestor*innen (Private-Equity- bzw. Buy-out-Fonds) zählen. Anders als strategische Käufer*innen, wie z. B. Konzerne, agieren sie vorrangig renditeorientiert. Zwar haben Private Equity-Gesellschaften traditionell eher etablierte und profitable Unternehmen im Fokus, in den letzten Jahren haben sie aber auch das Wachstums- und Zukunftspotenzial von Startups bzw. Scaleups erkannt. Auch deswegen beteiligen sie sich inzwischen bereits früher an Unternehmen, auch an solchen, die ggf. noch nicht profitabel sind, sich aber zumindest auf einem Weg dorthin befinden. Private Equity zeichnet sich üblicherweise durch starke Mitwirkung und Einflussnahme auf das erworbene Unternehmen aus. Die Veräußerung oder der Börsengang des Startups vor Ende der Fondslaufzeit der Investor*innen ist die Regel, denn nur durch einen Exit kann die Private Equity-Gesellschaft eine Rendite für sich bzw. ihre Fondsinvestor*innen erzielen.

Beim (Teil-)Erwerb durch eine Private Equity-Gesellschaft wird das Startup gerade nicht Teil eines Konzerns. Für das Startup bietet sich die Möglichkeit, außerhalb von Konzernstrukturen weiter zu wachsen und profitabler zu werden. Das Kapital kann etwa für die Umsetzung einer etwaigen M&A-Strategie, die Produktentwicklung oder Internationalisierung genutzt werden. Ein Startup kann so zu einem eigenständigen, erfolgreichen, internationalen und wertvollen Konzern heranreifen.

Die durchschnittliche Haltedauer, d. h. die Zeit, während der die Investor*innen an dem Unternehmen beteiligt sind, beträgt momentan 71 Monate, d. h. fast 6 Jahre.²⁶ Nach der Wachstums- und Wertsteigerung ist ein IPO ebenso eine Exit-Option wie ein (erneuter) (Teil-)Verkauf an Strateg*innen oder Finanzinvestor*innen (Secondary) sowie ein Merger. Ein prominentes Beispiel für ein Private-Equity-Investment mit anschließendem erfolgreichem IPO in Deutschland ist TeamViewer. Bekannte Startups mit aktueller Private-Equity-Beteiligung sind z. B. das FinTech Ratepay, das EdTech Sofatutor sowie das Heizungsbau-Startup Thermondo.

²⁵ Vgl. Deutsche Bank (2021), Langfristige Wettbewerbsfähigkeit sichern – Fördermittel für die Transformation der deutschen Wirtschaft, S.14 ff. ²⁶ Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (2021), [Link](#). Danach betrug die durchschnittliche Haltedauer aller in 2020 von Beteiligungsgesellschaften veräußerten deutschen Startups und Mittelständlern, die zuvor mit Venture Capital oder Wachstumskapital finanziert wurden, 71 Monate.

Zukunftspotenziale mit vorausschauender Bewertung leichter **erkennen und besser heben**

Ein übergreifendes Thema mit teilweise entscheidender Relevanz für den Exit – sowohl beim IPO als auch beim Verkauf – ist die Bewertung von Startups und deren Zukunftspotenzialen.²⁷ Die herkömmlichen Bewertungsmethoden für etablierte Unternehmen ohne starkes Wachstumspotenzial lässt sich nicht auf Startups übertragen und droht deren Wert massiv zu unterschätzen.

Wir dürfen nicht zu oft in den Rückspiegel schauen, sondern müssen möglichst weit nach vorne gucken!

Dieses Prinzip gilt es bei der Bewertung von Startups zu berücksichtigen, denn geringere Bewertungen der Zukunft hierzulande sind eine der Hauptursachen dafür, dass IPOs deutscher Unternehmen an amerikanischen Börsen stattfinden. Nur durch eine verbesserte Umsetzung der Bewertung kann das ganze Potenzial der Startups mit ihrem langfristigen Nutzen erfasst werden. Herkömmliche Bewertungsverfahren mit dreijährigen Planungsperioden aufbauend auf den letzten Jahresabschlüssen oder Bewertungen mit Multipleverfahren auf den Gewinn sind größtenteils nicht angemessen, um das große und langfristige Potenzial von Startups adäquat zu erfassen. Erforderlich sind Bewertungen mit langen Detailplanungszeiträumen von zehn oder mehr Jahren. Dazu kann der Finanzplan auch in drei Phasen aufgeteilt werden: Es wird zwischen der Detailplanungsphase in den nächsten Jahren und der

ewigen Rente am Ende eine zusätzliche Wachstumsphase ergänzt. Dadurch kann mit darin enthaltenden langfristigen Werttreibern auch die wachsende Bedeutung ökologischer Nachhaltigkeit adäquat Rechnung getragen werden.

Studien zeigen, dass in den USA im Vergleich zu Europa am Kapitalmarkt sowohl höhere Zukunftspotenziale bei Unternehmen eingepreist als auch über einen weitaus längeren Zeitraum antizipiert werden.²⁸ Anschaulich wird das am Beispiel von Tesla, dessen Finanzierung mit Milliarden über den Kapitalmarkt so nicht möglich gewesen wäre, wenn nicht die großen und langfristigen Zukunftspotenziale in der hohen Bewertung eingepreist worden wären. In Konzernen wird die Erhöhung des Forschungs- und Entwicklungsaufwands oft primär als Belastung für den Gewinn wahrgenommen. Bei einer kurzfristigen Betrachtungsweise schmälert das die Attraktivität von Trade Sales; richtigerweise sollten sie aber als Steigerung des Zukunftspotenzials verstanden werden. Insofern ist hier auch ein Mentalitätswandel bei (Groß-)Unternehmen nötig.

Um das Thema der langfristigen Zukunftspotenziale besser zu greifen, brauchen wir in Deutschland mehr Technologie-Expert*innen und anerkannte Bewertungsspezialist*innen mit weit nach vorne gerichtetem Blick. Darüber hinaus ist eine Offenheit für Bewertungsmethoden erforderlich, die diese langfristigen, großen und oft nachhaltigen Zukunftspotenziale erfassen können. Zudem bedarf es einer kontinuierlichen Nachverfolgung der Zukunftspotenziale (Monitoring).

Eigenkapital attraktiver machen

In allen Phasen der Entwicklung brauchen Startups Eigenkapital. Eigenkapital sollte auf Basis kenntnisreicher und vorausschauender Bewertung bereitgestellt werden. Denn anders als Fremdkapital, d. h. klassische Unternehmenskredite, trägt Eigenkapital das Risiko der Forschung und Entwicklung oder des Markteintritts. Auch Innovations-, Wachstums- oder Transformationsprozesse in großen Unternehmen müssten bei einer

risikokongruenten Finanzierung zumindest zu einem großen Teil mit Eigenkapital finanziert werden. Das gilt insbesondere auch bei der Übernahme von Startups, die sich noch in einer frühen Entwicklungsphase befinden. Neben einer vorausschauenden Bewertung kommt auch den steuerlichen Regeln eine große Bedeutung bei der Erschließung bestehender Zukunftspotenziale zu. Erforderlich ist daher ein steuerlich unterstützen-

²⁷ Vgl. Honold, D. / Fülbier, R. U. / Weese, A. (2016): Zukunftspotenziale aus Kapitalmarktsicht – Marktwert-Buchwert-Gegenwartswert-Lücke am Beispiel der DAX-Unternehmen. In: Corporate Finance, 7-8 2016, S. 249-264; Honold, D. et al. (2017): Internationaler Vergleich der Marktwert-Buchwert-Gegenwartswert-Lücke im Zeitablauf. In: CORPORATE FINANCE, 01-02/2017, S. 44-51. ²⁸ Honold, D. / Fülbier, R. U. / Weese, A. (2016): Zukunftspotenziale aus Kapitalmarktsicht – Marktwert-Buchwert-Gegenwartswert-Lücke am Beispiel der DAX-Unternehmen. In: Corporate Finance, 7-8 2016, S. 249-264; Honold, D. et al. (2017): Internationaler Vergleich der Marktwert-Buchwert-Gegenwartswert-Lücke im Zeitablauf. In: CORPORATE FINANCE, 01-02/2017, S. 44-51.

der Rahmen für das risikotragende Eigenkapital. Denn Steuern sind ein wesentlicher Kostenfaktor des Eigenkapitals und somit von zentraler Bedeutung, wenn es um die Bewertung geht.

Eigenkapital wird derzeit steuerlich schlechter gestellt als Fremdkapital: Um Innovation und Wachstum mehr Treibstoff zu geben, sollten die steuerlichen Rahmenbedingungen geändert werden. Seit Einführung der Abgeltungsteuer 2009 werden Erträge von Eigenkapital auf Aktien oder sonstige Anteile sowohl auf Unternehmens- als auch auf Anlegerebene uneingeschränkt besteuert. Damit beschränkt sich der Nettogewinn hier auf ca. 51,7 %, bei Fremdkapital beträgt dieser hingegen 73,6 %. Die Belastung auf Erträge aus Eigenkapital beläuft sich somit auf fast 48,3 %, wohingegen Erträge festverzinslicher Wertpapiere mit nur ca. 26,4 % belastet werden.²⁹ Die Finanzierung mit Fremdkapital wird damit steuerlich gegenüber der Finanzierung mit Eigenkapital bevorzugt und beeinflusst daher auch die Anlageentscheidungen privater Investor*innen. Dadurch wird das Prinzip der Neutralität der Besteuerung verletzt.

Zusätzlich belastet die Streichung der Regelung zur Steuerfreiheit von Spekulationsgewinnen bei einer Haltedauer von mehr als zwölf Monaten ab dem Jahr 2008 die Eigenkapitalfinanzierung von Startups und Wachstumsunternehmen. Denn zumindest in den anfänglichen Verlustphasen profitieren diese Unternehmen oft nicht von der Reduzierung der Körperschaftsteuer, während die eingeführte Abgeltungsteuer für die wichtigen risikotragenden Kapitalgeber*innen trotzdem zusätzlich anfällt.

Nur für Investitionen von Business Angels in innovative Unternehmen hat der INVEST-Zuschuss für Wagniskapital sowohl durch den Zuschuss bei der Kapitalbereitstellung von 20 % als auch bei der teilweisen Rückerstattung der Abgeltungssteuer beim Exit einen starken Schub für die Finanzierung mit Eigenkapital geschaffen.

Für eine Umsetzung von innovativen Produkten, Services und Geschäftsmodellen darf die Umsetzung in Startups auch gegenüber der in profitablen Großunternehmen nicht steuerlich benachteiligt werden: Das verwendete risikotragende Eigenkapital sollte in gleicher Weise besteuert werden. Die aktuellen steuerlichen Regelungen reduzieren die Bereitschaft von Corporates, Startups im Rahmen eines Trade Sales zu übernehmen.

Vor dem Hintergrund können folgende Maßnahmen zur Verbesserung der Rahmenbedingungen für den Erwerb von Startups wirken:

- Abbau der Diskriminierung von Aktienanlagen in Startups und Wachstumsunternehmen durch eine Befreiung von der Abgeltungssteuer auf Kursgewinne bei einer Haltedauer von mehr als fünf Jahren.
- Steuerliche Abschreibungsmöglichkeiten von Verlusten mit anderen Einkommensarten: Das ist besonders wichtig bei Eigenkapital für Innovation und Wachstum. Denn hier ist das unternehmerische Risiko höher. Um Fehlanreize zu verhindern, sollte der Staat dieses Risiko abfedern.
- Eine Ausweitung des bestehenden INVEST-Zuschusses für Wagniskapital bei jungen innovativen Unternehmen mit seinem Erwerbs- und Exit-Zuschuss auf Investments beim IPO oder MBO, soweit die Startups noch in Verlustphasen sind und das Kapital im Wesentlichen dem Unternehmen zufließt.
- Erhalt und Nutzung von Verlustvorträgen in allen Fällen, in denen das Startup in seinem Wachstum beim Exit fortgeführt wird. Dies schließt insbesondere IPOs und Übernahmen von Unternehmen aus der EU ein. Nur so kann vermieden werden, dass beim Exit das Risiko auf die neuen Eigentümer abgewälzt wird.

Eigenkapital wird steuerlich schlechter gestellt als Fremdkapital: Um Innovation und Wachstum zu fördern, sollten die Rahmenbedingungen verbessert werden.

Diese Anreize dienen zum Teil auch der Stärkung der Altersvorsorge und schaffen Anreize für das Aktiensparen, insbesondere bei Privatanleger*innen. Damit kann es gelingen, das enorme private Kapital in Deutschland (besser) zu mobilisieren.

3. Fazit und Handlungsempfehlungen

Ein florierendes Startup-Ökosystem schafft Innovation, wettbewerbsfähige Arbeitsplätze und Wohlstand. Ziel der Politik muss es daher sein, das Startup-Ökosystem nachhaltig zu stärken. Entscheidend dafür ist, den Pull-Effekt guter Exit-Bedingungen effektiv zu nutzen. Nur dadurch kann ein geschlossener und nachhaltiger Finanzierungskreislauf entstehen, der erforderlich für ein funktionierendes und international wettbewerbsfähiges Startup-Ökosystem ist.

Eckpfeiler dafür ist die Anerkennung von Wachstums- und Zukunftspotenzialen von Startups für eine

international wettbewerbsfähige Bewertung durch deutsche und europäische Investor*innen und den Kapitalmarkt hierzulande. Erst eine solche Bewertung verleiht einer Veräußerung an hiesige Investor*innen ausreichend Attraktivität.

Zudem muss ein starkes deutsches bzw. europäisches Finanz-Ökosystem mit Rahmenbedingungen geschaffen werden, die eine solche Bewertung zulassen und ihr gerecht werden. Das gilt sowohl für IPOs als auch für Verkäufe, insbesondere bei Trade Sales.

Die Politik sollte sich daher zur Stärkung des Pull-Effekts vier verschiedener Stellschrauben bedienen:

1. Stärkung der Teilnahme neuer und bestehender Investor*innen/Anleger*innen am Aktienmarkt durch

- a. Anreize zum Aktiensparen von Privatanleger*innen, insbesondere im Bereich des langfristigen Aktienbesitzes zur Altersvorsorge, z. B. durch die Wiedereinführung der Steuerfreiheit von Veräußerungserlösen nach einer Haltefrist;
- b. Abschaffung der Diskriminierung von Eigenkapital- im Vergleich zu Fremdkapitalinvestments, z. B. mittels steuerlicher Abschreibungsmöglichkeiten von Verlusten mit anderen Einkommensarten;
- c. Stärkung der kapitalgedeckten Komponente im Rahmen der gesetzlichen Rente;
- d. Abbau von Hemmnissen für Aktieninvestments von Kapitalsammelstellen, z. B. Absenkung erforderlicher Eigenkapitalanforderungen für Versicherungsunternehmen (Solvency II) und zumindest eine Verhinderung der im Raum stehenden Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen für Banken (Basel IV).

2. Erleichterung des Zugangs von Wachstumsunternehmen zum öffentlichen Kapitalmarkt durch

- a. Vereinfachungen und Flexibilisierung im Aktienrecht, z. B. durch Erhöhung der Flexibilität bei der Strukturierung von Finanzierungen, insbesondere bei Kapitalerhöhungen (mit Bezugsrechtsabschluss) und bei der Festlegung und Anpassung des Angebotspreises beim IPO sowie durch die Einführung von Dual Class Shares;
- b. Erleichterungen von Reporting- und Transparenzpflichten für Startups nach dem Börsengang, z. B. durch diesbezüglich graduell ansteigende Anforderungen nach Vorbild des US-JOBS-Act;
- c. Schaffung der rechtlichen Rahmenbedingungen und Rechtssicherheit zur Tokenisierung von Eigenkapitaltiteln.

3. Abschaffung bestehender Diskriminierung bestimmter Exit-Kanäle durch

- a. Sonderabschreibungsmöglichkeiten für Unternehmen bei der Übernahme von Startups in Verlustphasen;
- b. Angleichung der Besteuerung verschiedener Exit-Möglichkeiten, insbesondere durch die Reduzierung der steuerlichen Schlechterstellung von Asset-Deals und Kooperationen im Vergleich zum vollständigen Verkauf des Startups als Share-Deal;
- c. Erweiterung der Möglichkeiten zum Erhalt der Verlustvorträge bei Fortführung der Geschäfte oder des neuen Geschäftsmodells bei Übernahme von Corporates durch neue Regelungen auf europäischer Ebene;
- d. Staatlich unterstützte Kredite bei Übernahmen von Startups, z. B. durch reduzierte Zinsen bei hohen F&E-Quoten oder bei Erfüllung von ESG-Kriterien;
- e. Zusätzliche, Exit-orientierte Förderung von Investitionen speziell in Startups durch z. B. eine Ausweitung des bestehenden INVEST-Zuschusses für Wagniskapital bei jungen, innovativen Unternehmen mit seinem Erwerbs- und Exit-Zuschuss auf Investments beim IPO oder MBO, soweit die Startups noch in Verlustphasen sind und das Kapital im Wesentlichen dem Unternehmen zufließt.

4. Verbesserung der Infrastruktur und des Know-hows durch Technologie-expert*innen und Bewertungsspezialist*innen, Wissensaufbau, Daten und der Erarbeitung und Verbreitung von Best Practices, insbesondere im Hinblick auf Exits für kleinere und risikoreichere, bahnbrechendere Startups sowie deren anspruchsvolle Finanzierungen durch

- a. Förderung des Verständnisses der Bewertung von Startups beim IPO sowie von spezialisierte Analystenreports mit Branchen-Know-how, auch bei geringerer Marktkapitalisierung. Deswegen müssen auch Ausnahmeregelungen von den in den letzten Jahren für die Startups verschärften Regelungen auf EU-Ebene geschaffen werden, um den Umfang von Transaktionen mit unabhängigem Research verbessern zu können;
- b. Aus- bzw. Aufbau von Bewertungskompetenz mit finanzierungsrelevantem Branchen-Know-how in Deutschland zur verbesserten Unterstützung von Zukunftsbranchen bzw. -technologien;
- c. Institutionalisierte, intensive Datenerhebung (anonymisiert) zu Trade Sales, inkl. verwendeter Bewertungsmethoden.

Das Papier wurde von der „Taskforce Exit“ des Bundesverbands Deutsche Startups e.V. unter Leitung von Prof. Dr. Dirk Honold erstellt.

Zum Bundesverband Deutsche Startups e.V.

Der Bundesverband Deutsche Startups e.V. ist die Stimme der Startups in Deutschland. Seit seiner Gründung 2012 vertritt der Verband die Startup-Interessen gegenüber Politik, Wirtschaft und Öffentlichkeit. In seinem Netzwerk mit mittlerweile mehr als 1.000 Mitgliedern schafft der Verband darüber hinaus einen Austausch zwischen Startups untereinander, aber auch zwischen Startups und etablierter Wirtschaft. Ziel des Startup-Verbands ist es, Deutschland und Europa zu einem gründungsfreundlichen Standort zu machen, der Risikobereitschaft honoriert und den Pionier*innen unserer Zeit die besten Voraussetzungen bietet, um mit Innovationskraft erfolgreich zu sein.