

02 Finanzierung

Finanzierung

Große Unternehmen und ein breit aufgestellter Mittelstand haben in den vergangenen Dekaden stetiges Wachstum in Deutschland geschaffen. Diese Erfolgsgeschichte basiert vor allem auf einer starken Wachstumsfinanzierung mit bis zu 4 Prozent des BIPs in den 1950ern und 60ern. In den vergangenen Jahren allerdings haben wir es verpasst, Anschluss am rapiden technologischen Wandel zu halten. Besonders in den Bereichen Hardware, Software und Konnektivität sind US-amerikanische Unternehmen an uns vorbeigezogen. Gemessen an der Marktkapitalisierung kommen heute 60 der 100 weltweit größten Unternehmen aus den USA (und da vor allem aus dem Tech-Bereich), während Europa nur mit 19 und Deutschland allein sogar nur mit zwei Unternehmen in der Spitze vertreten ist – SAP und Siemens.

Um Innovationen voranzutreiben und den aufgebauten Wohlstand zu sichern, brauchen wir ein starkes Startup-Ökosystem. Und ähnlich wie in den 1950/60ern ist Wachstumskapital für die frühe wie späte Entwicklungsphase von Startups einschließlich geeigneter Exit-Kanäle eine Grundvoraussetzung.

Während es in der frühphasigen Finanzierung deutscher Startups bereits viele gute Entwicklungen gab, stellen wir speziell in späteren Entwicklungsphasen eine weiterhin erhebliche Finanzierungslücke fest. Zum Vergleich: In den USA wird gemessen am BIP etwa dreimal so viel in Wachstumskapital investiert wie in Deutschland. Ähnlich stehen wir verglichen mit anderen europäischen Ländern da: In Großbritannien wird im Verhältnis zum BIP circa doppelt so viel investiert wie bei uns.⁹ Wir hängen hinterher. Verglichen mit den USA (mit einer VC-Finanzierung in Höhe von rund 1 Prozent des BIPs) ergibt sich für Deutschland ein Anspruchsniveau von mindestens 30 Milliarden Euro pro Jahr; mit Blick auf

die historischen Raten von 3–4 Prozent des BIPs sogar bis zu 100 Milliarden jährlich. Doch woher soll das benötigte Geld kommen?

Die Rolle des Kapitals institutioneller Investoren

Die gute Nachricht lautet: In Deutschland ist eine hinreichend große Kapitalbasis bei institutionellen Investoren vorhanden. Allein deutsche Versicherungen verfügen über ein verwaltetes Kapital von rund 2 Billionen Euro.¹⁰ Bei den Pensionskassen sind es etwa 700 Milliarden Euro.¹¹ Ein Teil dieses Kapitals sollte für das deutsche Startup Ökosystem mobilisiert werden. Bereits ein geringer Anstieg hätte für die Startup-Finanzierung große Wirkung, denn noch investieren institutionelle Investoren deutlich unter 1 Prozent in diese Assetklasse – weit unter internationalem Niveau. Amerikanische Rentenkassen investieren dagegen circa 1 Prozent, schwedische Rentenkassen teilweise mehr als 10 Prozent in Wachstumskapital.

Andere europäische Länder liefern mit ihren Maßnahmen ein Vorbild für uns: Frankreich hat im Rahmen der sogenannten „Tibi Initiative“ insgesamt 6 Milliarden Euro an Finanzierungszusagen von institutionellen Investoren mobilisiert, um zielgerichtet in innovative Unternehmen zu investieren („La French Tech“).¹² Schweden hat durch eine Änderung der Regulierung von Pensionskassen den erlaubten Anteil „alternativer Investments“ von 5 Prozent auf 40 Prozent erhöht.¹³ Großbritannien verfolgt analoge Ansätze.¹⁴

Die von Bundesfinanzminister Christian Lindner gestartete „WIN-Initiative“ (Wagniskapital- und Investitionsfinanzierung) soll das Kapital institutioneller Investoren mobilisieren. Diesen Ansatz begrüßen wir ausdrücklich. Bereits 2021

9) Dealroom, IMF, Lakestar: [The European Financing Gap](#) (2021)

10) European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)

11) Investment & Pensions Europe (IPE)

12) Vgl. U.a.: The Tibi Initiative: Phase-2 and Perspectives (2024)

13) AP6.se; Invest Europe/EDC

14) Vgl. u.a.: British Venture Capital Association (BVCA)

hatte die Bundesregierung mit der Auflage des Zukunftsfonds 10 Milliarden Euro Wagniskapital aus staatlichen Mitteln zur Venture-Capital-Finanzierung bereitgestellt. Mehr als 600 Millionen Euro konnten 2023 von institutionellen Investoren mit dem „Wachstumsfonds“ auf Fondsebene mobilisiert werden. Jetzt müssen wir mit WIN den nächsten Schritt gehen – und endlich die identifizierte Finanzierungslücke schließen. Allein öffentlichkeitswirksame Lippenbekenntnisse und halbherzige Selbstverpflichtungen, bleiben ohne praktische Auswirkungen und wären in der jetzigen Situation mehr als nur ein fatales Signal für die Startup-Finanzierung.

Konkrete Lösungen für konkrete Anforderungen

Unsere Lösungsvorschläge orientieren sich am Dreiklang der Startup-Entwicklungsphasen: 1. Frühphase, 2. Wachstumsphase und 3. Exit. Nur eine ganzheitliche Betrachtung der Finanzierungsbedarfe einzelner Entwicklungsphasen wird den komplexen Anforderungen gerecht: Ohne Frühphase kann es keine Wachstumsphase geben. Und mit funktionierenden Exit-Kanälen sichern wir die Attraktivität für Business Angels und VC-Investor*innen in der Frühphase.

1. Frühphase: Vorhandene Instrumente stärken

Für die Frühphasen-Finanzierung wurden in der Vergangenheit bereits wichtige Maßnahmen eingeführt. Zu nennen sind etwa der INVEST-Zuschuss Wagniskapital und der High Tech Gründerfonds (HTGF). Ergänzt werden die Bundesprogramme teilweise durch weitere Instrumente in den Bundesländern. Nach dem SPRIND-Freiheitsgesetz kann jetzt auch die Agentur für Sprunginnovationen in DeepTech-Startups investieren, die sich noch in einer ganz frühen Phase befinden (siehe dazu auch das Kapitel „DeepTech“).

Doch der INVEST-Zuschuss wurde zuletzt mehrfach gestutzt. Die Haushaltsmittel für dieses so wichtige Instrument sollten aber erhöht werden, um Planungssicherheit bei Startups und Business Angels zu gewährleisten. Das ist auch eine Frage der Verlässlichkeit. Wir brauchen eine stärkere Prio-

risierung von Zukunftsinvestitionen im Budget des Bundeswirtschaftsministeriums. Außerdem müssen die Bearbeitungszeiten von INVEST drastisch auf ein Maximum von 12 Wochen reduziert werden.

2. Wachstumsphase: Kapital institutioneller Investoren mobilisieren

Für die Finanzierung der Wachstumsphase ist es wie beschrieben entscheidend, Kapital institutioneller Investoren zu mobilisieren. Wir wollen die jährlichen Investitionen institutioneller Investoren in die Anlageklasse Venture Capital auf das Niveau in den USA anheben und bis 2030 verdreifachen – also auf mindestens 1 Prozent des BIPs. Eine entscheidende Rolle kommt dabei den Versicherungen zu: Aktuell allokieren sie lediglich rund 0.3 Prozent ihres verwalteten Kapitals in die Wachstumsfinanzierung. Am Ende des Jahrzehnts sollten in Deutschland mindestens 1 Prozent dieses Anlagevolumens in Wagniskapital investiert werden.

Neue Kapitalquellen marktwirtschaftlich erschließen

Generell stehen Kapitalanlagen für vergleichsweise risikoreiche Anlageklassen nur in begrenztem Umfang zur Verfügung. Wir müssen daher neue Finanzierungsquellen für die Wachstumsfinanzierung erschließen, die typischerweise Anlagen mit geringerem Risikoprofil bevorzugen, wie beispielsweise die Aktienrente oder das Altersvorsorgedepot. Die Startup-Finanzierung muss marktwirtschaftlich attraktiv sein und ein Erfolg versprechendes Investmentangebot („Chancen-Risiko-Profil“) für unterschiedliche Investorenklassen bieten. Ebenso braucht es einen marktwirtschaftlichen Kreislauf von verbesserter Wachstumsfinanzierung bis hin zu gestärkten europäischen Exit-Kanälen, die einen lokalen Rückfluss des Kapitals sicherstellen. In diesem Kreislauf muss und wird dann auch das Startup-Ökosystem mitwachsen.

Zentrales Instrument der Wachstumsfinanzierung seitens des Bundes ist der 2021 aufgelegte „Zukunftsfonds“. Dank der modularen Ausgestaltung ist dieser für ergänzende Maßnahmen

ausgelegt. Zudem können bestehende Module innerhalb des Konstrukts zukunftsorientiert weiterentwickelt werden. Folgende Maßnahmen sind notwendig:

Dachfondsstrukturen stärken

Im Vergleich zu anderen Anlageklassen ist Venture Capital kleinteilig. Das macht Wagniskapital für großvolumige Fonds-Investitionen schwer zugänglich. Dachfonds helfen diese Kleinteiligkeit zu reduzieren. Durch höhere „Ticketgrößen“ wird für Fondsinvestoren außerdem auch der administrative Aufwand gesenkt. Zudem schaffen Dachfonds ein höheres Maß an Diversifizierung. Private Dachfonds-Initiativen sollten daher vorangetrieben werden. Dazu zählt, die Rahmenbedingungen zu verbessern und Rechtssicherheit zu schaffen: Bestehende steuerrechtliche Unwägbarkeiten im Hinblick auf die Gewerbesteuer sind auszuschließen.

Mit dem neuen Dachfonds-Modell, dem sogenannten „Wachstumsfonds“, hat die KfW Capital erfolgreich mehr als 600 Millionen Euro Kapital institutioneller Investoren mobilisiert. Das war ein wichtiger erster Schritt, den es mit der geplanten Auflage des Wachstumsfonds II konsequent weiterzugehen gilt.

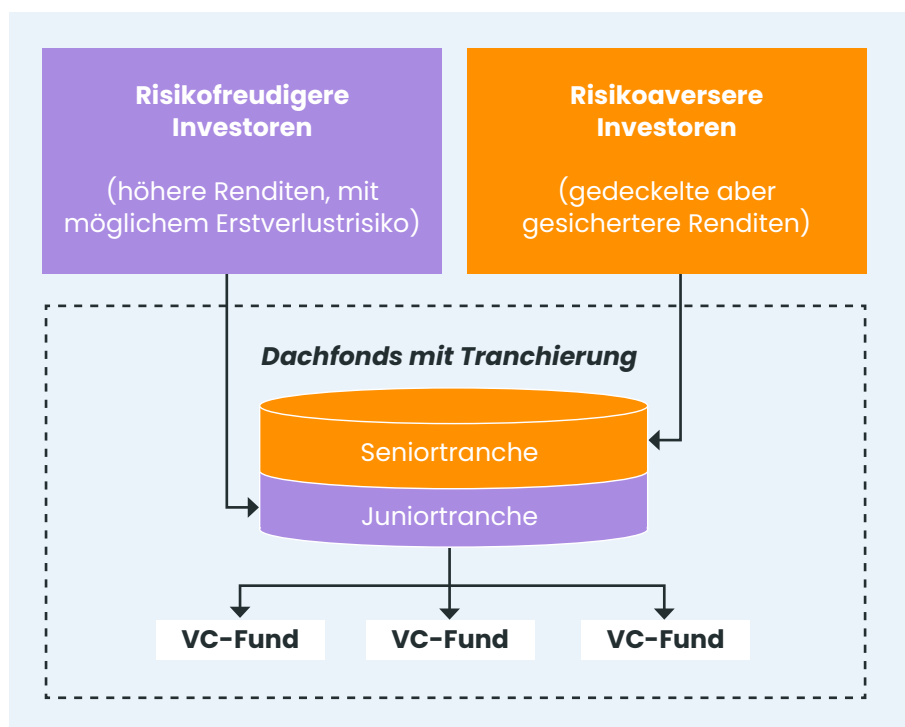
Durch Tranchierung neue Chancen-Risiko-Profile schaffen

Trotz eines attraktiven Chancen-Risiko-Verhältnisses von Dachfondskonstruktionen bleiben Investitionen von Kapitalsammelstellen, insbesondere Versicherungen, im gewünschten Umfang noch aus. Das liegt unter anderem an Eigenkapitalrestriktionen (beispielsweise „Solvency II“ für Versicherungen) sowie an unterschiedlichen Risikoprofilen institutioneller Investoren. Um diese Herausforderungen

zu adressieren, sollte eine Weiterentwicklung von marktwirtschaftlichen Fonds-Konstruktionen aufbauend auf dem Wachstumsfonds mit entsprechenden Tranchierungslösungen aufgesetzt werden. Die Strukturierung von Dachfonds mit mehreren Risiko-Tranchen erlaubt es, ein breites Spektrum an Investoren gemäß deren Chancen-Risiko-Profilen zu mobilisieren.

Insbesondere für institutionelle Investoren schaffen Seniortranchen mit einer etwas niedrigeren, aber gesicherteren Rendite einen geeigneten Investitionsrahmen. Die Eigenkapitalanforderungen dieser Investoren könnten dabei zudem teilweise durch entsprechende Zugangsstrukturen adressiert werden, beispielsweise mit festverzinsten Inhaberschuldverschreibungen. Im Gegensatz dazu profitieren risikofreudigere Investoren in einer Juniortranche, die auch das Erstverlustrisiko tragen kann („first-loss piece“), von höheren Renditen. Sie hebeln den Fonds entsprechend mit ihren Investments. Hier kann eine stärkere Beteiligung des Staats helfen, mehr privates Kapital zu hebeln.

Während in der Seniortranche eine Rendite von 5-8 Prozent mit stark limitiertem Ausfallrisiko



zufriedenstellend sein sollte, profitieren risikofreudigere Investoren von der Differenz zur tatsächlich erzielten Rendite – und dies bei einem stark limitiertem Teilverlustrisiko.

Privatpersonen am wirtschaftlichen Erfolg teilhaben lassen

Privatpersonen in Deutschland profitieren bisher nur in sehr eingeschränktem Umfang vom wirtschaftlichen Erfolg deutscher und europäischer Wachstumsunternehmen. Dadurch fehlt der Wachstumsfinanzierung in Deutschland ein großer Kapitalstock. Das muss sich ändern. Anlagemöglichkeiten für Kleinanleger*innen sollten ausgebaut werden. Das beginnt z.B. bei einer stärkeren, verpflichtenden Schulbildung im Bereich Wirtschaft. Darüber hinaus sollten auch geeignete Modelle etabliert werden, die die private Altersvorsorge attraktiver machen. Modelle, wie beispielsweise ein Altersvorsorgedepot, nach Vorbild der USA (Traditional IRA, Roth IRA) oder der Schweiz („3. Säule“).

Konkret muss es möglich sein, jährlich einen gewissen Betrag aus dem Bruttoeinkommen zur Altersvorsorge zu sparen. Um sowohl die Rentenlücke als auch die in Deutschland viel zu niedrige Aktienquote in der Altersvorsorge zu schließen, sollte dieses Depot einen hinreichend hohen steuerbefreiten Sparbetrag bis zu 20.000 Euro jährlich oder 10 Prozent des Einkommens ermöglichen. Zuschüsse des Arbeitgebers (wie etwa beim 401k in den USA) würden die Dynamik weiter stärken. Durch entsprechende Instrumente können – neben den Anlegenden selbst – sowohl der private als auch der öffentliche Markt nachhaltig und substanzial von einer steigenden Nachfrage profitieren.

Auch im Wealth Management sollten neue Produktklassen bzw. Fonds-Vehikel mit klarer VC-Ausrichtung entwickelt werden. Dabei spielen Banken und Asset-Manager eine wichtige Rolle. Auch hier sind steuerliche Anreize, etwa durch eine Anrechenbarkeit von VC-Fondsinvestments, Freibetragsregelungen für Erträge aus VC-Fondsinvestments, Abschreibungsmöglichkeiten oder Freibetragsregelungen für Reinvestitionen („Roll-over“) wichtige Hebel.

Mehr Transparenz für die Anlageklasse Venture Capital

In der Anlageklasse Venture Capital gibt es nach wie vor viel Intransparenz. Das gilt sowohl für die exakte Funktionsweise als auch für die erzielten Renditen. Potenzielle Investorengruppen, die bisher kaum mit der Anlageklasse in Berührung kommen (wie z.B. Versorgungswerke), bleiben Venture-Capital-Investitionen wohl auch deshalb eher fern. Eine allgemein zugängliche und unabhängige Datenbasis ist daher ein erster, wichtiger Schritt für mehr Transparenz beim Risiko-Rendite-Profil. Dafür sollte auf die bisher unveröffentlichten und zugleich sehr umfangreichen Daten des European Investmentfonds (EIF), der über 30 Jahre Investitionserfahrung in Europa verfügt, zurückgegriffen werden. Schließlich ist es international gängige Praxis, entsprechende Renditen und Kennzahlen auf Basis einzelner Fonds – anonymisiert – zu veröffentlichen (siehe USA, Skandinavien, etc.). Darüber hinaus sollten insbesondere derzeit unterrepräsentierte Investorengruppen wie Family Offices und Stiftungen gezielt angesprochen werden, etwa mit Hilfe ausgewählter Multiplikator*innen.

Steuerliche Wettbewerbsfähigkeit für VC-Investitionen sichern

Venture-Capital-Fonds agieren vermögensverwaltend. Das ist im Grunde allgemein unstrittig. Doch teilweise wird behauptet, es gehe dabei um unternehmerisches Handeln. Diese Behauptungen führen zu gravierenden steuerlichen Unsicherheiten, die gerade internationale Investor*innen abschrecken, in deutsche VC-Fonds zu investieren. Um das zu vermeiden, sollte die sogenannte Steuertransparenz gesetzlich festgeschrieben werden. Das verursacht keine Mindereinnahmen, schafft aber dringend erforderliche Rechtssicherheit.

Regulatorik anpassen

Die bestehende Regulierung von Kapitalsammelstellen schließt zwar Venture-Capital-Investitionen grundsätzlich nicht aus, allerdings machen hohe Eigenkapitalanforderungen solche Investitionen oft vergleichsweise unattraktiv. Die Eigenkapitalvorschriften der Versicherungsregulierung „Solvency II“ sollten dahingehend

angepasst werden. Dazu gehört auch, stärker zwischen den Anlage- bzw. Risikoklassen zu differenzieren: Growth-Kapital etwa hat ein anderes Risikoprofil als Frühphasenfinanzierung. Das sollte auch regulatorisch berücksichtigt werden.

3. Exit: Investitionskreisläufe schaffen und Exit-Kanäle stärken

Der Börsengang (Initial Public Offering, IPO) und der Verkauf an andere Unternehmen (Trade Sale) sind die beiden wichtigsten Exit-Kanäle. Gerade aus volkswirtschaftlicher Sicht ist es essenziell, dass sie in Deutschland oder zumindest Europa stattfinden. Ohne hinreichende Exit-Kanäle kann dauerhaft kein starkes Startup-Ökosystem bestehen. Denn ohne Exits können keine Veräußerungslöse erzielt werden, und einmal investiertes Kapital wird nicht wieder frei. Während für Investor*innen auch ein Exit außerhalb Deutschlands oder Europas seinen Zweck erfüllt, sind die volkswirtschaftlichen Auswirkungen dramatisch: Seit 2015 ist durch IPOs europäischer Unternehmen in den USA ein ökonomischer Wertverlust von mehr als 400 Milliarden Euro entstanden.¹⁵ Aus volkswirtschaftlicher Sicht sollten wir die Exits also in Deutschland halten. Aber auch die Etablierung eines Sekundärmarkts für VC-Fondsanteile stellt einen wichtigen Schritt zum Ausbau des europäischen VC-Ökosystems dar. Auf diese Weise stärken wir die Liquidität und Attraktivität dieser Assetklasse.

Europäischen Kapitalmarkt vertiefen und Kapitalmarktunion umsetzen

Nachhaltig erfolgreiche Börsengänge setzen einen starken Kapitalmarkt voraus. Auch hier gilt es, die Nachfrage von institutionellen Investoren zu stärken, wofür wiederum Anreize geschaffen werden müssen. Die Kapitalmarktunion spielt dabei eine wesentliche Rolle. Mit heute 35 Börsen in Europa (versus drei in den USA) besteht ein hohes Level an Komplexität und fehlender Transparenz für institutionelle Investoren. Vor allem verteilen sich die Handelsaktivitäten im Vergleich zu den USA auf zu viele Handelsplätze. Davon gibt es in Europa mehr als 200 (im Vergleich zu 50 in den USA). Dadurch entsteht eine

vermeidbare Fragmentierung von Liquidität, die im Ergebnis zu geringeren Unternehmensbewertungen beiträgt und die internationale Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigt.

Die landläufigen Beteuerungen, die europäische Kapitalmarktunion voranzutreiben und zu vertiefen, müssen sich in konkreten und konsequenten Maßnahmen widerspiegeln. Dazu gehören unter anderem, die Aufsicht über Prospektbilligungsverfahren europaweit bei der ESMA zu bündeln.

Börsengänge könnten auch durch ein Herabsetzen des Nominalwertes der Aktie auf 0.01 Euro flexibler möglich gemacht werden. Das würde die Bedingungen an führende europäische Länder anpassen, bspw. Großbritannien. Darüber hinaus würde die Verkürzung des Prospektbilligungsverfahrens den IPO-Prozess verschlanken und in der Emissionspraxis mehr IPO-Fenster öffnen, die dann flexibler genutzt werden könnten. Und für bereits gelistete Unternehmen sollten Kapitalerhöhungen erleichtert werden, unter anderem durch mehr Flexibilität bei der Preisfestsetzung im Rahmen von Kapitalerhöhungen mit vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss.

Gerade bei Wachstumsunternehmen müssen die Abschläge für eine erfolgreiche Platzierung häufig über 5 Prozent liegen, sodass eine höhere, gesetzlich verankerte Flexibilität bei dem vereinfachten Bezugsrechtsausschluss eingeräumt werden muss. Andernfalls bleibt den Unternehmen nur die zeitlich deutlich aufwendigere und kostspieligere, prospektpflichtige Kapitalerhöhung mit Bezugsrechten für die bestehenden Aktionär*innen. Das sollte idealerweise um eine weitere Erhöhung des möglichen Volumens für Kapitalerhöhungen mit vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss ergänzt werden, um kapitalintensives Wachstum rechtlich sicher und unkompliziert zu ermöglichen.

Institutionalisierte Dialoge und eine Zusammenarbeit zwischen Startups, Corporates, Investmentbanken und Investierenden sollten diese strukturellen Maßnahmen unbedingt flankieren. Der Startup-Verband bringt sich dabei aktiv ein. Ein weiterer kurzfristiger Hebel liegt außerdem

15) McKinsey

bei der Regulierung des Equity Research. Großbritannien kann hier als Vorbild dienen.

Um Anreize für Privatanleger*innen zu schaffen, könnten zudem horizontale Verlustausgleiche durch einen Verlustausgleich über Assetklassen hinweg ersetzt werden. Das würde eine breitere Portfolio-Allokation attraktiv machen.

Anreize für Unternehmensverkäufe schaffen

Für mehr erfolgreiche Trade Sales benötigen wir eine umfangreiche Infrastruktur. Dazu gehört der Austausch von Best Practices, die den konkreten Mehrwert von Akquisitionen durch Innovationsbeschleunigung, Kostenreduktion und der Erschließung neuer Marktsegmente verdeutlichen.

Darüber hinaus bedarf es weitergehender struktureller Maßnahmen wie Sonderabschreibungsmöglichkeiten für Unternehmen bei der Übernahme von Startups in Verlustphasen. Auch staatlich unterstützte Kredite könnten Akquisen erleichtern, etwa durch reduzierte Zinsen bei hohen F&E-Quoten oder bei der Erfüllung von ESG-Kriterien.

Attraktive Rahmenbedingungen für Trade Sales müssen unabhängig von der Exit-Form gelten und alle Varianten der Zusammenarbeit zwischen Startups und Unternehmen berücksichtigen: Das Spektrum reicht von vollständigen Übernahmen über Asset-Deals bis zu Lizenzvereinbarungen in Zusammenarbeit mit europäischen Corporates. Die bestehenden steuerlichen Schlechterstellungen von Asset-Deals und Kooperationen im Vergleich zum vollständigen Verkauf als Share-Deal sollten aufgehoben werden.

Zudem sollte das Außenwirtschaftsrecht nicht weiter verschärft werden. Auch wenn bisher nur wenige Unternehmensverkäufe untersagt wurden, bedeutet allein die Prüfung erhebliche Unsicherheiten und das Risiko von Verzögerungen, die sich negativ auf den Verkaufsprozess auswirken können. Bereits die Möglichkeit von Exit-Einschränkungen machen nicht nur Akquisitionen selbst, sondern auch die Einstiegsinvestitionen unattraktiver. Der Schutz heimischer Technologie darf nicht zum Exit-Stopper werden.

Quick-Wins für die laufende Legislaturperiode:

- Mehr Transparenz durch öffentlichen Zugang zu und zielgenaue Verwendung von EIF-Daten schaffen
- Einführung der gesetzlichen Steuertransparenz
- Einführung von Freibetragsregelungen für Reinvestitionen („Rollover“)
- Nominalwert von Aktien auf 0.01 Euro ermöglichen
- Erleichterung von Kapitalerhöhungen gelisteter Unternehmen