

**Stellungnahme  
des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V.  
und der Internet Economy Foundation**

**Öffentliche Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages zu  
dem Antrag der Fraktion der FDP „Gründerrepublik Deutschland - Zukunft  
finanzieren, Finanzstandort Frankfurt stärken“ (BT-Drucksache 19/5053)**

**Generelle Bewertung und Ausgangslage**

Der Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) und die Internet Economy Foundation (IE.F) begrüßen, dass der Finanzausschuss des Deutschen Bundestages die Initiative der FDP-Fraktion zum Anlass nimmt, mit Sachverständigen über die Verbesserung der Rahmenbedingungen für Unternehmensgründungen in Deutschland zu diskutieren. Auch wenn die Bundesregierung der vergangenen und aktuellen Legislatur mit dem Versuch der besseren steuerlichen Handhabung von Verlustvorträgen bei Anteilseignerwechsel (Einführung des § 8 d KStG) und der geplanten Einführung einer steuerlichen Förderung von Forschung und Entwicklung Maßnahmen auf den Weg gebracht hat, von denen junge, technologierichtige Start-ups bei marktkonformer Ausgestaltung profitieren können, finden insbesondere **erfolgreiche Wachstumsunternehmen** nach wie vor in Deutschland **kein optimales Finanzierungsumfeld** vor.

Zwar stehen im Bereich der sog. Seed- und sich anschließenden Start-up-Phase hierzulande auf Bundes-, Landes- und Regionalebene eine ausreichende Zahl öffentlicher Förderprogramme zur Verfügung, dennoch liegen wir gemessen am Bruttoinlandsprodukt bei den Venture Capital-Investitionen mit 0,043 Prozent hinter dem EU-Durchschnitt zurück.<sup>1</sup> Gerade in der kapital- und ressourcenintensiven Marktreifephase können Wachstumsunternehmen auf zu wenig Wagniskapital in Deutschland zurückgreifen. Dies zeigt auch der internationale Vergleich: In der sog. Later Stage-Phase fällt die Finanzierungsrounde eines Start-ups in Europa im Vergleich zu Nordamerika 44 Prozent niedriger und im Vergleich zu Asien gar 67 Prozent niedriger aus.<sup>2</sup> Konnten im vergangenen Jahr in den USA 257 Venture Capital-Fonds rund 54 Milliarden US-Dollar für die Finanzierung von jungen Unternehmen einwerben<sup>3</sup>, sammelten 17 deutsche Venture Capital-Gesellschaften in 2018 lediglich 1,2 Milliarden Euro ein<sup>4</sup>. Dies hat unmittelbar Folgen für die Schlagkraft des deutschen Finanzierungsumfelds für innovative Technologie- und Unternehmensgründungen. Wachstumsunternehmen steht in Deutschland nur eine überschaubare Zahl an Wagniskapitalgesellschaften als Ansprechpartner zur Verfügung, deren durchschnittliche Fondsgrößen zudem viel zu klein für den Kapitalbedarf sind. Zudem sind Geldflüsse häufig an Marktnähe geknüpft: Fonds investieren präferiert dort, wo sie selbst ansässig sind oder überlegene Marktkenntnisse haben.

<sup>1</sup> Vgl. Invest Europe/European Data Cooperativa (EDC), Zahlen für 2018.

<sup>2</sup> Vgl. CB Insights 2019.

<sup>3</sup> Vgl. NVCA Yearbook 2019.

<sup>4</sup> Vgl. BVK-Statistik 2018.

Es darf daher nicht verwundern, dass große Plattformunternehmen wie etwa Alphabet, Facebook, Alibaba, Tencent oder Baidu in reiferen Ökosystemen, die wesentlich mehr Wagniskapital bereitstellen können, entstanden sind. Heute sind es gerade diese digitalen Tech-Champions, die einen substanzialen Beitrag nicht nur zur Wertschöpfung des US-amerikanischen oder chinesischen Bruttoinlandsprodukts leisten, sondern auch zum globalen Faktor bei der Finanzierung junger, innovativer Unternehmen geworden sind, auch in Deutschland. Deutschland wie Europa liegen im Hintertreffen und dies hat Folgen. Große institutionelle Investoren halten sich stark zurück, direkt in den hiesigen Start-up- bzw. Venture Capital-Markt zu investieren, sondern bevorzugen etabliertere Ökosysteme mit großen Finanzierungsstrukturen, wo Investitionsrisiko und Gewinnchancen in einem vermeintlich attraktiveren Verhältnis stehen.<sup>5</sup>

Mit Blick auf den deutschen Markt ist festzuhalten, dass wir aufgrund des umlagefinanzierten Rentensystems ohnehin über spürbar weniger Kapitalsammelstellen wie Pensionsfonds verfügen, die substanzial in Venture Capital investieren. Versicherungen und Pensionseinrichtungen spielen als Investoren für deutsche Venture Capital-Fonds kaum eine Rolle. Von 2014 bis 2018 kamen nur 5 Prozent des Fundraisings von diesen Institutionen. Dagegen dominierten bei deutschen Fonds der öffentliche Sektor (33 %), Unternehmen (29 %) und Dachfonds (21 %) als Investoren. In den USA aber auch in Großbritannien gehören dagegen private und öffentliche Pensionsfonds zu den größten Investoren in Private Equity und Venture Capital. Institutionelle Investoren wie Versicherungen, Banken und Versorgungseinrichtungen investieren aus verschiedenen Gründen nicht direkt in deutsche Wagniskapitalgesellschaften. Beispielsweise ist der Markt zu kleinteilig, die Institutionen verfügen nicht über die Expertise und das Personal für solche Investitionen, Eigenkapitalinvestments stellen per se eine regulatorische Herausforderung dar (Solvency II, Basel III/IV) und historische Performance-Erfahrungen der dot.com-Ära beeinflussen nach wie vor die Wahrnehmung des Wagniskapitalstandorts Deutschland.

Dabei gibt es hierzulande durchaus finanzierungswürdige Ideen und Geschäftsmodelle, weshalb sich ausländische Investoren gerne bei zukunftsträchtigen Wachstumsunternehmen beteiligen. Wie eine aktuelle Analyse des BVK zeigt, spielen ausländische Investoren im Gegensatz zu inländischen Investoren bei größeren Wachstumsfinanzierungen die entscheidende Rolle; deutsche Venture Capitalisten konzentrieren sich eher auf die Frühphase. Während bei Finanzierungsrunden unter 1 Million Euro ca. neun von zehn Runden ausschließlich von deutschen Investoren bestritten werden, wurden neun von zehn Runden mit mehr als 10 Millionen Euro entweder ausschließlich von ausländischen oder unter Beteiligung von ausländischen Investoren finanziert (Basis: 2014-2018).<sup>6</sup>

<sup>5</sup> Vgl. generell Studie „Treibstoff Venture Capital. Wie wir Innovationen und Wachstum befeuern“, BVK, IE.F, RolandBerger, Mai 2018.

<sup>6</sup> Zwischen 2014-18 wurden von insgesamt 204 Finanzierungsrunden in deutschen Start-ups, die größer als 10 Millionen EUR waren, 180 von ausländischen Investoren oder mit substanzialer Beteiligung von ausländischen Investoren realisiert, BVK-Auswertung 2019.

Es muss der Anspruch eines Wirtschafts- und Technologiestandortes wie Deutschland sein, über eine schlagkräftige und ausreichend kapitalstarke einheimische Venture Capital-Szene zu verfügen. Unserer Auffassung nach sind Finanzierungen durch ausländische Investoren kein Ersatz für eine unterentwickelte deutsche Venture Capital-Industrie. Schon deshalb nicht, weil dies über kurz oder lang auch den Abzug von Unternehmen und Know-how aus Deutschland bedeuten kann, was zu einer Schwächung des Wirtschafts- und Innovationsstandorts Deutschland führt. Zum anderen vermag der deutsche Start-up- und Venture Capital-Markt in der Spätphase so nicht aus sich heraus zu reifen, weil zum Beispiel Gewinne und Gebühren aus Wagniskapitalinvestments über jene Wagniskapitalgeber monetarisiert werden, die ihre „Heimathäfen“ in anderen Industrienationen haben. Eine **mutige Politik** kann helfen, dass die Unterkapitalisierung der deutschen Venture Capital- und Start-up-Landschaft überwunden wird. Wir brauchen **Rahmenbedingungen und marktgerichtete Maßnahmen**, die es ermöglichen, unsere junge Wachstumsunternehmen mit Kapital aus Deutschland heraus zu finanzieren.

### **Zukunftsfoonds Deutschland einführen**

Die zentrale Frage ist, wie wir die in Deutschland vorhandenen Kapitalressourcen institutioneller Investoren für den hiesigen Venture Capital-Markt aktivieren und direkter einbinden können, damit deutsche Wagniskapitalgesellschaften in der Lage sind, auch über lange Zeiträume und größere Finanzierungsrunden ihrer Portfoliounternehmen zu begleiten. Gelingen kann dies mit einem **Zukunftsfoonds Deutschland**, der einerseits institutionellen Investoren helfen würde, bestehende Investitionshemmisse zu überwinden, und der andererseits in Deutschland aktiven Venture Capital-Gesellschaften als weiterer Ankerinvestor zur Verfügung stünde und diesen die Auflage größerer Fonds ermöglichen würde.

Hinter der Idee eines Zukunftsfoonds Deutschland steht ein Dachfondsmodell, das aus Sicht institutioneller Investoren insbesondere dann attraktiv sein würde, wenn folgende wesentliche Prinzipien des professionellen Assetmanagements berücksichtigt würden:

1. **Marktgängigkeit:** Dachfonds stellen ein marktübliches Instrument für institutionelle Investoren dar, die nicht über die ausreichende Expertise in einer Anlageklasse verfügen.
2. **Risikodiversifikation:** Ein Dachfonds verringert das Risiko für professionelle Anleger, da er in mehrere Zielfonds und mehrere Finanzierungssegmente investieren kann. Hierbei gilt, je breiter das Anlagespektrum des Dachfonds ist, umso weniger hoch ist das Risiko aus Sicht des institutionellen Investors. Dachfondsmodelle sind vom Risiko-Rendite-Profil besonders dann attraktiv, wenn auch etablierte Anlageformen in der Mittelstandsfinanzierung auf Dachfondsebene berücksichtigt werden, wobei ein Schwerpunkt auf der Venture Capital-Finanzierung liegen sollte. Nicht zuletzt, weil sich die Renditen von europäischem Venture Capital sehr positiv entwickeln.
3. **Losgrößentransformation:** Ein Dachfonds stellt die notwendige Größe für signifikante Investitionen von großen institutionellen Investoren wie Banken, Versicherungen, Pensionskassen und Stiftungen bereit, die den deutschen Markt bislang aufgrund seiner Kleinteiligkeit meiden.

**4. Adäquate Steuerbarkeit:** Ein Dachfonds sollte in Ergänzung zu den öffentlichen Dachfondsangeboten privat gemanagt werden. Ein privates und professionelles Management würde das Vertrauen in die Leistungsfähigkeit des Dachfonds sowohl im Markt als auch auf Seite der Investoren deutlich erhöhen, weil etwa ein marktkonformes Risikomanagement und marktnahe Entscheidungsprozesse implementiert sind.

Prinzipiell sind verschiedene Wege einer Dachfondskonstruktion denkbar. Dänemark hat als erster EU-Mitgliedstaat gezeigt, wie es funktionieren kann. Entscheidend ist, dass eine Plattform ausreichend attraktiv ist, um Kapital von institutionellen Investoren – die direkte Investments in deutsches Wagniskapital bislang gemieden haben – dauerhaft zu binden. Denn es gilt: Fonds und ihre Manager als Kapitalsammelstellen sowie institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionskassen, berufsständische Versorgungswerke und Stiftungen als Kapitalgeber sind die Beteiligten, deren Zusammenkommen Voraussetzung für das Funktionieren des Markts für Beteiligungskapital ist. Diese Voraussetzung ist insbesondere in Deutschland, aber auch in anderen europäischen Staaten nicht erfüllt. Die vorstehend erläuterten Zahlen belegen (leider) eindrucksvoll, dass der deutsche Markt für Later Stage Wagniskapital so stark defizitär ist, dass man im Hinblick auf die volkswirtschaftlich so wichtigen Ziele, die mit Beteiligungskapital erreicht werden, ein „Marktversagen“ konstatieren muss. Es lässt sich nur beheben, wenn die Marktteilnehmer gemeinsam mit dem Staat eine Lösung erarbeiten.

Deutschland hinkt hier in zeitlicher Hinsicht gegenüber anderen Staaten deutlich nach. Nicht nur in Dänemark, sondern beispielsweise auch in Belgien, der Schweiz, Österreich und Israel wurden oder werden Dachfondsmodelle etabliert, die mit staatlicher Unterstützung, aber nach marktwirtschaftlichen Prinzipien und nicht über eine staatliche „Subvention“ das dringend benötigte Kapital institutioneller Anleger für Investitionen in lokale Venture Capital-Fonds für Later Stage Wagniskapital mobilisieren.

Auch bei uns in Deutschland ist es möglich, ein **Dachfondsmodell** zu entwickeln, das den **Kapitalmarktbedürfnissen der institutionellen Anleger** unter Berücksichtigung ihrer aufsichts- und sonstigen rechtlichen Vorgaben genügt und mit dem die den Markt für Venture Capital-Fondsinvestments gegenwärtig kennzeichnenden Schwächen nach marktwirtschaftlichen Prinzipien mit Unterstützung des Staates überwunden werden. Die Finanzierungslücke für hiesiges Later Stage Wagniskapital führt zu schädlichen Wettbewerbsverzerrungen. Sie lassen sich nur durch nachhaltige Investitionen institutioneller Anleger beheben.

Die Branche wiederholt an dieser Stelle ihre auch öffentlich geäußerte Bereitschaft, an einem Dachfondsmodell mitzuarbeiten, das den obigen Anforderungen genügt. Dazu gehört die Schaffung einer Arbeitsgruppe von Experten aus dem Bereich der Kapitalsammelstellen, der Kapitalgeber und des Staates, deren Fachwissen zur Ausgestaltung der relevanten Strukturparameter des Dachfondsmodells zusammengeführt werden muss. Dazu hat es bereits erste Gespräche gegeben. Wir fordern, dass dieser Weg nun zielgerichtet beschritten wird. Denn über das zu erreichende Ziel besteht kein Dissens.

## **Hebel für die Phase der Later Stage-Finanzierung schaffen**

In der Later Stage-Phase gilt es, kommende Weltmarktführer mit dem notwendigen Wachstumskapital aus Deutschland heraus zu finanzieren. Investitionen im dreistelligen Millionenbereich in einer Finanzierungsrunde werden im Einzelfall auch bei in Deutschland ansässigen Start-ups getätigt – allerdings ausschließlich von ausländischen Investoren. Daher sind größere Fördermodelle in der Wachstumsphase mit einem Hebelmechanismus zwischen privatem und öffentlichem Geld wünschenswert. Wir müssen in die Lage sein, gerade für erfolgreiche, Venture Capital-finanzierte Unternehmen in ausreichendem Maße Kapital für Wachstumsprozesse beizusteuern. Denn zu oft bleiben wertvolle Bezugsrechte kleinerer Venture Capital-Fonds an gut funktionierenden Wachstumsunternehmen ungenutzt. Hilfreich wäre daher die Etablierung einer großen, **kapitalmarktauglichen Plattform**, die private Investoren zusätzlich einzubinden vermag. So kann es gelingen, aus Deutschland heraus jene Leuchtturmunternehmen zu schaffen, die ein Gros der Arbeitsplätze von morgen bereitstellen und zugleich institutionelle Investoren von der Tragfähigkeit der Anlageklasse deutsches Venture Capital und des hiesigen Start-up-Ökosystems überzeugen.

## **Rechtliche Rahmenbedingungen für Wagniskapital generell verbessern**

Generell wird das Vertrauen von institutionellen Investoren wie auch aller weiteren Marktteilnehmer in den deutschen Wagniskapitalmarkt gestärkt, wenn die hiesigen rechtlichen Rahmenbedingungen für Venture Capital verbessert werden. So sollte unbedingt die derzeit nur auf Basis einer Verwaltungsvorschrift geltende **steuerliche Transparenz** gesetzlich festgeschrieben werden, die eine gleiche Ausgestaltung der Investmentbesteuerung über alle Fondsarten sicherstellen würde. Alle Fonds, auch Venture Capital-Fonds, wären so per Gesetz steuerlich neutral und die von Fonds erzielten Erträge würden ausschließlich auf der Ebene der Investoren nach ihren Besteuerungsmerkmalen besteuert. Diese gesetzliche Regelung schafft weder national noch auf europäischer Ebene ein deutsches „Fonds-Sondersteuerrecht“. Sie vollzieht lediglich in steuerlicher Hinsicht die EU-rechtlich für alle alternativen Investmentfonds geltende Definition, dass ein Fonds Kapital für eine „Anlagestrategie“ einsammelt, aber nicht für eine „Unternehmensstrategie“. Aufgrund dieser Definition behandeln mehrere EU-Staaten (u.a. auch Frankreich) diejenigen alternativen Investmentfonds, die von bei ihnen ansässigen Managern verwaltet werden, als steuerlich voll transparent. Dies verursacht keine Steuermindereinnahmen, schafft aber größere Rechtssicherheit, gerade auch für ausländische Investoren und würde einem international wettbewerbsfähigen Besteuerungsrahmen der Venture Capital-Gesellschaften hinsichtlich ihrer Investoren entsprechen.

Darüber hinaus erkennen wir schon seit langem Handlungsbedarf bei der deutschen **umsatzsteuerlichen Behandlung** der Verwaltung von alternativen Investmentfonds im Sinne des EU-Rechts. Davon sind auch und insbesondere deutsche Venture Capital-Fonds betroffen. Diese haben bislang gegenüber allen relevanten europäischen Standorten einen Wettbewerbsnachteil, da nur in Deutschland auf die Verwaltungsleistung des Fondsmanagements Umsatzsteuer anfällt, die wiederum als zusätzliche Kosten von den



Bundesverband Deutscher  
Kapitalbeteiligungsgesellschaften



Internet Economy Foundation

Fondsinvestoren getragen werden muss und damit einen Kostennachteil darstellt. Im Kontext des „Marktversagens“ für hiesiges Later Stage Wagniskapital durch deutsche Venture Capital-Fonds ist dieser Wettbewerbsnachteil geradezu fatal. Wir fordern daher, dass die Fondsverwaltung (sog. Management Fee) endlich auch in Deutschland entsprechend der EU-weit geltenden Regelung von der Umsatzsteuer befreit wird.

Daneben sind weitere **steuerliche Anreize** denkbar, insbesondere solche, die auf der Ebene der privaten Investoren ansetzen und diese motivieren, per se stärker als bisher in Venture Capital zu investieren. Möglich wäre etwa eine **Rollover-Regelung**, mit der Investoren eine Steuerpause einlegen können, wenn sie ihre Gewinne wieder in Venture Capital investieren. Denkbar wäre zudem die Gewährung von **Sonderabschreibungen**, die es Investoren in Venture Capital erlauben würde, ihre Investitionen linear auf fünf Jahre abzuschreiben. Die einst von der vorherigen Bundesregierung geforderte Ausweitung des **INVEST Zuschusses für Wagniskapital** auf Venture Capital-Gesellschaften wäre unter Umständen ebenfalls geeignet, privaten Investoren das Engagement in Wagniskapital zu erleichtern.

Generell lehnen wir solche regulatorischen und politischen Initiativen, die zwangsläufig zu einer Verschlechterung der Venture Capital- und damit Start-up-Finanzierung in Deutschland führen, ab. Es schafft kein Vertrauen in den Investitions- und Innovationsstandort Deutschland, wenn etwa regelmäßig die gängige Besteuerungspraxis bei Streubesitzbeteiligungen in Frage gestellt wird.

\*\*\*

### **Über den BVK und die Internet Economy Foundation**

Der **Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V.** (BVK) ist seit 1989 die Stimme der Beteiligungskapitalbranche in Deutschland und vereint mehr als 300 Mitglieder. Rund 200 der Mitglieder sind Beteiligungskapitalgesellschaften, die sich mit Venture Capital, Wachstumsfinanzierungen oder im Rahmen von Buy-Outs an deutschen Unternehmen beteiligen. Auch institutionelle Investoren zählen zu dem Mitgliederkreis des BVK.

Die **Internet Economy Foundation** (IE.F) wurde mit dem Ziel gegründet, in der dynamischen Welt des Internets eine neugierige Denkfabrik, ein unabhängiger Ratgeber und kompetenter Dialogpartner zu sein. Sie will eine wegweisende Stimme für Politik, Wirtschaft und Gesellschaft sein, die Informationen über neueste Entwicklungen liefert und die Interessen der deutschen und europäischen Internetwirtschaft im globalen Kontext identifiziert.