

DAS NEUE KAPITAL



**DAS NEUE KAPITAL für Gründerinnen und Gründer –
Chancenkapital**



**DAS NEUE KAPITAL für den Mittelstand –
Aufbruchskapital**



**DAS NEUE KAPITAL für den Exit –
Sinnvolles Kapital**



VORWORT



Beteiligungskapital ist mutig – es finanziert Chancen. Deutschland ist ein Land der konservativen Unternehmensfinanzierung. Der deutsche Mittelstand etwa finanzierte Investitionen im Jahr 2021 der KfW zufolge zu 52 Prozent aus Eigenkapital und zu 31 Prozent über Kredite.

Beide Finanzierungsquellen, bereits im Unternehmen vorhandenes Eigenkapital und Darlehen, stehen für Selbstbestimmung und Kontinuität. Doch durch diese entstehen keine (disruptiven) Innovationen. Das gilt ganz besonders für die Start-up-Finanzierung. Finanzierungsengpässe stellten 2022 nach Daten des Deutschen Startup-Monitors für 43,8 Prozent aller jungen Unternehmen das größte Geschäftshindernis dar.

Dabei mangelt es Deutschland nicht an guten Ideen: 24.684 Patente wurden hierzulande im Jahr 2022 angemeldet – nur in den USA waren es noch mehr. Wer aber ist mutig genug, auch die Umsetzung dieser Ideen zu finanzieren? Beteiligungskapital ist die Antwort auf diese Frage. Mit Fokus auf langfristige Wachstumschancen und echte Veränderungen ist es mutiger als alle anderen Kapitalformen.

Das macht es zu einem bedeutenden Finanzierungsinstrument für Wachstum und Transformation. Beteiligungskapitalgeber wissen, dass auf dem Weg zum Erfolg es nicht alle Ideen ins Ziel schaffen. Wo andere zaudern (müssen), geben wir unternehmerischen Ideen eine Chance. Deswegen nennen wir es lieber Chancenkapital!

IM ÜBERBLICK

Private Venture Capital-Dachfonds unterstützen:

Deutschland braucht mehr professionelle Intermediäre zur Aktivierung von Kapitalsammelstellen für mehr Investitionen in Venture Capital. Hier kann die zusätzliche Hebelwirkung auf Ebene der Dachfonds die Mobilisierungseffekte stärken.

Verstetigung des Wachstumsfonds:

Der 2023 gestartete Wachstumsfonds soll durch einen Nachfolgefonds mit mindestens gleichem Volumen fortgeschrieben werden, um Kapitalsammelstellen den direkteren Zugang zu VC-Investitionen mit diversifiziertem Risiko und besserer Anpassung an die eigene Anlagestrategien zu ermöglichen.

Öffentliche Kapitalsammelstellen zu Venture Capital-Investments anhalten:

Große öffentliche Fonds/Kapitalsammelstellen wie KENFO oder VBL sollten angehalten werden, im Rahmen ihrer Asset Allokation in angemessener Höhe auch in Venture Capital zu investieren.

Transparenz und Datenverfügbarkeit:

Regelmäßige Veröffentlichungen ausgewählter Daten und Analysen zur Anlageklasse Venture Capital durch staatliche Investoren wie EIF und KfW Capital erfolgen lassen.

Förderung alternativer Anlageformen durch steuerliche Abschreibungen:

Ein Roll-over von Veräußerungsgewinnen im Falle einer Reinvestition sollte die Fondsinvestoren motivieren, weiter zu investieren. Sonderabschreibungen auf Investitionen sollen es attraktiver machen, über professionelle Fonds in junge Unternehmen zu investieren. Investoren benötigen keine Geschenke, sondern ein zu Investitionen motivierendes Steuerregime.

Das Thema, warum Versicherungen und andere Kapitalsammelstellen wie Pensionsfonds, Pensionskassen oder Versorgungswerke nicht in Venture Capital investieren, ist komplex und vielschichtig. Für eine Analyse müssen verschiedene Aspekte betrachtet werden: die Natur von Venture Capital, die Anlagestrategien von Versicherungen und Kapitalsammelstellen, regulatorische Rahmenbedingungen und Risikomanagement.

Anlagestrategien von Kapitalsammelstellen vs. Venture Capital

1

Versicherungen und andere Kapitalsammelstellen wie Pensionsfonds haben die primäre Verantwortung, das ihnen anvertraute Kapital sicher und rentabel zu verwalten. Ihre Anlagestrategien sind in der Regel konservativer Natur, da sie langfristige Verpflichtungen gegenüber ihren Versicherten, Pensionären oder Mitgliedern haben. Sie bevorzugen deshalb Anlagen, die eine stabile und vorhersehbare Rendite bieten, wie Staatsanleihen, Unternehmensanleihen oder Immobilien. Venture Capital (VC) ist eine Form der privaten Eigenkapitalfinanzierung, die typischerweise in Start-ups und junge Unternehmen mit hohem Wachstumspotenzial investiert. Diese Investitionen sind naturgemäß mit höherem Risiko und Unsicherheit verbunden, bieten aber im Umkehrschluss auch das Potenzial für überdurchschnittlich hohe Renditen.

Risikoprofil: Einzelinvestment vs. Portfolioperspektive

Das Risikoprofil von Venture Capital passt oft nicht zu dem konservativen Anlageansatz von Versicherungen und anderen Kapitalsammelstellen. Die Wahrscheinlichkeit des Scheiterns von Start-ups ist hoch und oft erzielt nur ein kleiner Teil der VC-Investitionen signifikante, überdurchschnittliche Gewinne, welche wiederum die Verluste aus den weniger erfolgreichen Investitionen deutlich überkompensieren sollen. Für Kapitalsammelstellen mit regelmäßigen Zahlungsverpflichtungen, die stabile Erträge benötigen, um Ansprüche zu decken, kann dies ein unangemessenes Risiko darstellen. Allerdings kann das Ausfallrisiko bei einem breit diversifizierten Venture Capital-Portfolio, das seine Investitionen langfristig über mehrere Fonds, Manager, Jahre und Regionen streut, systematisch und substanziell reduziert werden.

2

3

Liquiditätsanforderungen

Versicherungen und andere Kapitalsammelstellen müssen eine ausreichend hohe Liquidität aufrechterhalten, um ihren kurz- und mittelfristigen Verpflichtungen nachkommen zu können. Investitionen in Venture Capital (Fonds) sind jedoch typischerweise langfristige Engagements ohne schnelle Liquidierbarkeit. Dies kann ein weiterer Grund sein, warum solche Institutionen zögern, in Venture Capital zu investieren.

Vermögensverwaltende Strukturen von Finanzbehörden hinterfragt

Ein zentrales Merkmal eines jeden Fonds – egal ob Wertpapier-Fonds oder eben Venture Capital-Fonds – ist die Steuerneutralität: Jeder Investor versteuert den auf ihn entfallenden Anteil der Erträge aus den Kapitalinvestitionen auf seiner Ebene in seinem Heimatland nach seinen persönlichen Besteuerungsmerkmalen. Steuerneutralität entspricht dem internationalen Standard. Nur so sind die Fonds international wettbewerbsfähig und können mit anderen Fonds weltweit um das Kapital der großen Kapitalsammelstellen konkurrieren.

Steuerneutralität lässt sich nur durch Steuertransparenz erreichen, also durch die Qualifikation der Anlagetätigkeit als „vermögensverwaltend“. Leider werden in Deutschland diese vermögensverwaltenden Strukturen von Venture Capital- und Private Equity-Fonds zunehmend durch die Behauptung, es handele sich in Wirklichkeit um unternehmerisches Handeln, in Frage gestellt. Diese rechtliche Unsicherheit und ihre steuerlichen Konsequenzen sind Gift für eine Diskussion um eine breitere Investorenbasis. Grundsätzlich ist die Vermögensverwaltung nicht strittig. Die Anforderungen werden jedoch durch ein veraltetes Anwendungsschreiben des Bundesfinanzministeriums (BMF) aus dem Jahr 2003 geregelt, welches die zwischenzeitliche Fortentwicklung des Venture Capital-Geschäfts und seiner Marktrealität nicht mehr angemessen berücksichtigt. Hier muss das BMF schnell handeln und die Steuertransparenz entweder gesetzlich fixieren oder das BMF-Schreiben überarbeiten.

4



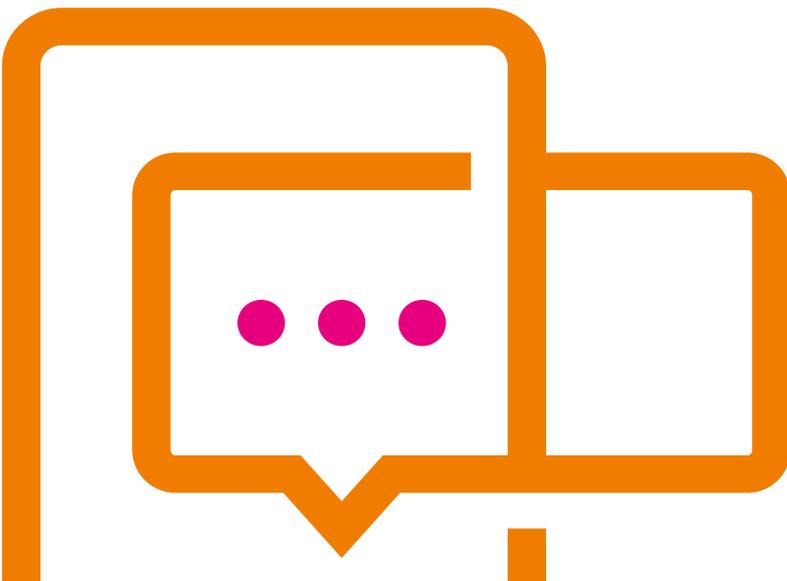
Im europäischen Ausland zählen Dachfonds zu den zentralen Intermediären zwischen institutionellen Investoren und Venture Capital-Fonds. In Deutschland fehlt es an adäquaten Dachfonds, die wichtige Funktionen wie zusätzliche Diversifikation, Marktzugang und Investitionsexpertise bieten.

**Ralf Kratzenberg,
Senior Portfolio Manager (Private Capital),
Gothaer Asset Management AG**

Fachwissen und Ressourcen - fehlende Teams

Das Investieren in Venture Capital erfordert spezifisches Fachwissen und Ressourcen, um potenzielle Investitionen zu bewerten, Investmententscheidungen erfolgreich zu treffen und die Anlagen zu verwalten. Deutsche Versicherungen und andere Kapitalsammelstellen verfügen aufgrund ihrer oft geringen Allokation in Venture Capital in der Regel nicht über die erforderlichen, spezialisierten Teams und/oder Ressourcen, um eigenständig in Venture Capital zu investieren.

5



6

Historische Vorbehalte: „Gefühlte“ Rendite vs. tatsächliche Rendite

Viele institutionelle Investoren haben in der historischen Rückschau negative Erfahrungen mit ihren Anlagen in Venture Capital und Technologieunternehmen gemacht (Neuer Markt, Venture Capital-Boom zur Jahrtausendwende). Diese alten, inzwischen aber überkommenden Erfahrungswerte prägen jedoch bis heute maßgeblich die Bewertung der Anlageklasse Venture Capital und seines Rendite-Risiko-Profiles. Der zwischenzeitliche Reifeprozess des Ökosystems, positive Erfahrungen in anderen Ländern (z.B. US-Stiftungsfonds und Pensionsfonds) und aktuelle Performance-Untersuchungen von privaten Institutionen (z.B. Invest Europe) oder der öffentlichen Hand (z.B. EIF) führten nur zu einem langsamen Umdenken.

Haltedauer von Investitionen

Die durchschnittliche Haltedauer von Private Equity-Investments liegt mit 4-6 Jahren in der Regel unter der von Venture Capital-Investments mit 7-9 Jahren. Dieser Zeitfaktor hat maßgeblichen Einfluss auf Rendite und Liquiditätsprofil dieser Anlagen. Hierbei spielen neben der stabileren Rendite auch die Zeit und die oft früheren Rückflüsse eine wichtige Rolle.

7

Angebot weiterer alternativer Anlageformen

8

Schließlich können Versicherungen und andere Kapitalsammelstellen alternative Anlageformen bevorzugen, die ein aus ihrer Sicht angemesseneres Gleichgewicht zwischen Risiko und Rendite versprechen. Beispielsweise können sie in börsennotierte Technologieunternehmen, Private Debt oder in Private Equity-Fonds investieren, die ein anderes Risikoprofil als VC-(Fonds-)Investitionen vorweisen. Gleichzeitig wurden durch die Zinswende und die damit steigenden Leitzinsen auch traditionelle Investments wie Staats- oder Unternehmensanleihen wieder attraktiver und senken das mögliche Interesse von Kapitalsammelstellen an VC-Investments zusätzlich.

Fehlende Dachfonds als Intermediäre

Im europäischen Ausland zählen Dachfonds zu den zentralen Intermediären zwischen institutionellen Investoren und Venture Capital-Fonds. In Deutschland fehlt es an solchen Dachfonds, die wichtige Funktionen wie zusätzliche Diversifikation, Marktzugang und Investitionsexpertise bieten. Die wenigen in Deutschland existierenden Dachfonds sind zudem oft zu klein, um ausreichend große Einzelinvestments für Kapitalsammelstellen zu ermöglichen (siehe 10.). In Ermangelung dessen fokussieren institutionelle Investoren häufig auf ausländische Fondsvehikel.

9



Vergleichbar mit dem Engagement als (Cornerstone-)Investor in privaten Venture Capital-Fonds sollte die öffentliche Hand noch stärker über geeignete Instrumente auch in private Dachfonds investieren.

Ralf Kratzenberg,
*Senior Portfolio Manager (Private Capital),
Gothaer Asset Management AG*

Kleine Venture Capital-Fonds nicht investierbar

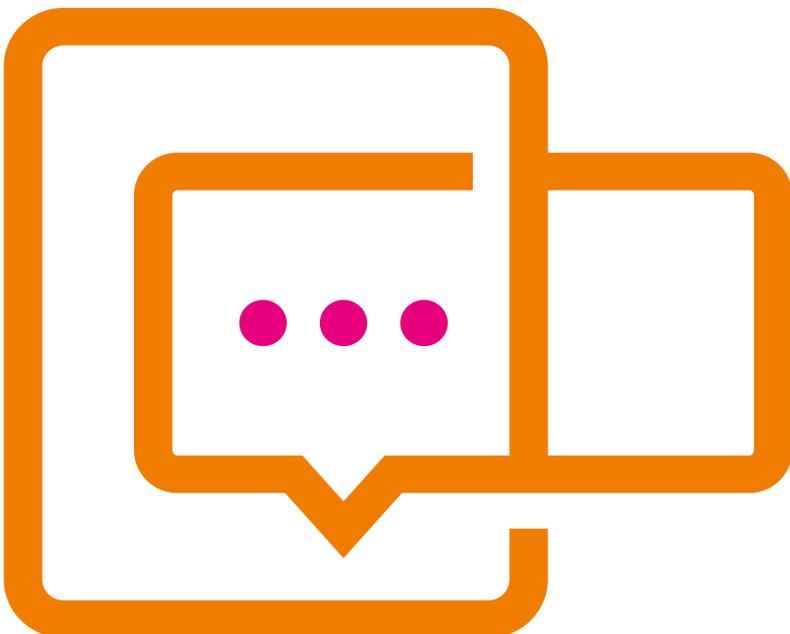
10

Insbesondere Kapitalsammelstellen wie Versicherungen investieren vergleichsweise große Einzelinvestments, um ihre Ressourcen und Kapital effizient einzusetzen. Diese Ticketgrößen übersteigen die Aufnahmefähigkeit der meisten deutschen Venture Capital-Fonds, da diese im internationalen Vergleich eher klein sind (100-150 Mio. €) und der maximale Anteil eines einzelnen Investors je Fonds i.d.R. auf 10% begrenzt ist. Insbesondere institutionelle Investoren bevorzugen jedoch Mindestlosgrößen von 5 – 50 Mio. Euro. Auch wenn in den letzten Jahren einige große deutsche Venture Capital-Fonds entstanden sind, bleibt der Großteil der hiesigen Fonds für Kapitalsammelstellen nicht investierbar, da der Aufwand des Investments in keinem angemessenen Verhältnis zu den Anlageanforderungen der institutionellen Investoren steht.

Einschränkende Regulierung

Regulierungsmaßnahmen wie Solvency II (Versicherungen), CRR III (Banken) oder Anlageverordnung (Versicherungen, Versorgungswerke, Pensionskassen) ermöglichen Investitionen. Gleichwohl haben sie mittelbaren und unmittelbaren Einfluss auf die Investitionsstrategien, die Asset Allokation und die tatsächliche Investitionstätigkeit wichtiger Investorengruppen. Vermeintlich risikoreiche Anlagen in Venture Capital oder auch Private Equity werden dabei z.B. aus Gründen des Anlegerschutzes regelmäßig besonders restriktiv behandelt etwa durch besonders hohe Eigenmittelanforderungen. Dadurch werden entsprechende Anlagen zwar nicht unmöglich, aber zumindest unattraktiver im Vergleich zu anderen Anlageklassen.

11



HANDLUNGS- EMPFEHLUNGEN



1

Überarbeitung des BMF-Schreibens zur Steuertransparenz:

Die Politik sollte das veraltete BMF-Schreiben zur Vermögensverwaltung von Venture Capital- und Private Equity-Fonds aus 2003 überarbeiten oder die Regelung gesetzlich fixieren, um die Anforderungen für die Steuertransparenz klarzustellen.

Wirkung: Erhöhung der Rechtssicherheit und Attraktivität für Investitionen in Venture Capital- und Private Equity-Fonds für Investoren aus dem In- und Ausland.

Transparenz und Datenverfügbarkeit:

Es sollten regelmäßige Veröffentlichungen ausgewählter Daten und Analysen zur Anlageklasse Venture Capital durch staatliche Investoren wie EIF und KfW Capital erfolgen. Der BVK unterstützt hier seinerseits nach Möglichkeit, beispielsweise durch anonyme Befragung seiner Mitglieder.

Wirkung: Verbesserung der Entscheidungsgrundlage für potenzielle Investoren durch transparente und verlässliche Daten.

2

Anpassung der Regulatorik:

Bestehende Investorenregulierungen und auch zukünftige Anpassungen sollten kritisch nach ihrer Wirkung auf Asset Allokation und Investitionen der regulierten Investorengruppen untersucht werden. Übermäßige Einschränkungen und Belastungen professioneller, institutioneller Anleger gilt es zu vermeiden. Neue Regelungen bedürfen immer wieder der Überprüfung auf ihre Praxistauglichkeit durch ein regelmäßiges Benchmarking. Es werden Vorschläge unterbreitet, die auf die Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit des Fondsstandortes Deutschland abzielen. Deutschland hat zum Beispiel mit der Definition des Spezial-AIF eine Regelung, die es im Ausland nicht gibt und die in der Praxis zu Diskussionen führt.

Wirkung: Grundsätzlich größere Investitionsfreiheit institutioneller Kapitalsammelstellen hinsichtlich Venture Capital und damit zusätzliche Anreize zur Mobilisierung privaten Kapitals.

3

Förderung alternativer Anlageformen durch steuerliche Abschreibungen:

Die Politik sollte Anlagen in Venture Capital unter bestimmten Bedingungen steuerlich fördern. Investoren sollten über Anreize zu mehr Investitionen in Venture Capital motiviert werden. Zielführend wäre hier unter anderem: Ein Roll-over von Veräußerungsgewinnen im Falle einer Reinvestition sollte die Investoren motivieren, weiter zu investieren. Sonderabschreibungen auf Investitionen sollen es attraktiver machen, in junge Unternehmen zu investieren. Investoren benötigen keine Geschenke, sondern ein zu Investitionen motivierendes Steuerregime. Beide Maßnahmen zielen darauf ab, Steuerausfälle zu vermeiden und nur eine Verschiebung der Besteuerung zu bewirken.

Wirkung: Anreiz der Anlagemöglichkeiten für Versicherungen und Kapitalsammelstellen, die weniger risikobereit sind.

4



Informationsinitiativen vorantreiben:

Informationskampagnen und Aufklärung durch bereits in Venture Capital investierte Institutionen des Bundes und der Länder sollen das Verständnis und die Akzeptanz von VC-Investitionen bei privaten institutionellen Investoren erhöhen. Der BVK unterstützt seinerseits den Erfahrungsaustausch zwischen den verschiedenen Investoren(-gruppen) nicht durch entsprechende Dialogformate sondern auch im Rahmen seines Certified Private Equity Analyst-Programms. Hierbei sollte vor allem auch der Aufbau von VC-Teams und -Expertise verstärkt in den Blick genommen werden. Die Förderung von privaten Initiativen ist hierbei ein wichtiger Schritt.

Wirkung: Abbau von Vorbehalten und Unsicherheiten bei potenziellen Investoren.

5

Private Venture Capital-Dachfonds unterstützen:

Vergleichbar mit dem Engagement als (Cornerstone-)Investor in privaten Venture Capital-Fonds sollte die öffentliche Hand über geeignete Instrumente auch in private Dachfonds investieren. Die ursprünglich im Rahmen des Zukunftsfonds geplante Emerging Manager Facility (EMF) verfolgte bereits diesen Ansatz.

Wirkung: Aufbau professioneller Intermediäre für Investitionen in Venture Capital und zusätzliche Hebelwirkung auf Ebene der Dachfonds durch Mobilisierung privater Mittel.

6



7

Verstetigung des Wachstumsfonds:

Der 2023 gestartete Wachstumsfonds soll durch einen Nachfolgefonds mit mindestens gleichem Volumen fortgeschrieben werden. Die Erfahrungen der ersten Generation sollen bei der Strukturierung eines marktgängigen und auf die Bedürfnisse von Versicherungen und anderen Kapitalsammelstellen zugeschnittenen Produkts genutzt werden.

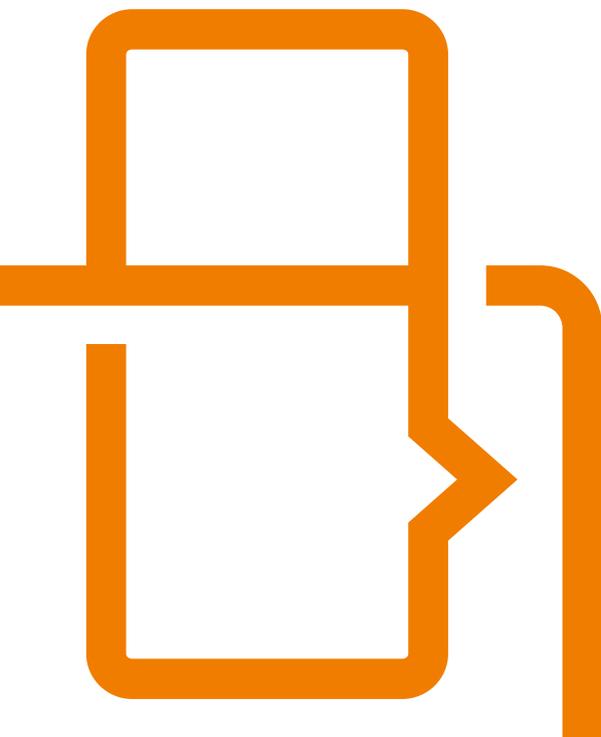
Wirkung: Direkter Zugang zu VC-Investitionen mit geringerem Risiko und besserer Anpassung an die Anlagestrategien dieser Institutionen.

Öffentliche Kapitalsammelstellen zu Venture Capital-Investments anhalten:

Große öffentliche Fonds/Kapitalsammelstellen wie KENFO oder VBL sollten angehalten werden, im Rahmen ihrer Asset Allokation in angemessener Höhe auch in Venture Capital zu investieren.

Wirkung: Mobilisierung von zusätzlichem Kapital und Vorbildwirkung gegenüber dem privaten Sektor.

8





Die Attraktivität von Kapitalsammelstellen ist direkt mit der Steuertransparenz gekoppelt, die sich nur über vermögensverwaltende Strukturen abbilden lässt. Ohne vermögensverwaltende Strukturen werden ausländische Investoren in Deutschland steuererklärungspflichtig. Leider werden in Deutschland diese vermögensverwaltenden Strukturen von Venture Capital- und Private Equity-Fonds zunehmend durch die Behauptung, es handle sich in Wirklichkeit um unternehmerisches Handeln, in Frage gestellt. Diese rechtliche Unsicherheit und ihre steuerlichen Konsequenzen sind Gift für eine Diskussion um eine breitere Investorenbasis.

Die Politik sollte Anlagen in Venture Capital unter bestimmten Bedingungen steuerlich fördern. Investoren sollten über Anreize zu mehr Investitionen in Venture Capital motiviert werden. Zielführend wäre hier unter anderem: Ein Roll-over von Veräußerungsgewinnen im Falle einer Reinvestition sollte die Investoren motivieren, weiter zu investieren.

**Frédéric du Bois-Reymond,
Partner, Earlybird Venture Capital**

VORWORT

Beteiligungskapital ist innovativ – es beschleunigt notwendige Transformationsprozesse. Die Herausforderungen der Energiewende, die Anpassung unseres Gesundheitswesens an eine alternde Gesellschaft, die Digitalisierung des Mittelstands, die Neuausrichtung unserer Volkswirtschaft auf Nachhaltigkeit, der globale Wettlauf um die Führungsrolle im Bereich der künstlichen Intelligenz – das alles braucht Kapital. Aufbruchskapital.

Wir stehen vor der Aufgabe, uns so stark zu verändern wie noch nie. Die Transformation unserer Gesellschaft benötigt große Mengen an Kapital. Auf bis zu 550 Milliarden Euro schätzt die Bundesregierung allein die Kosten der Energiewende bis zum Jahr 2050. Die Investmentbank Goldman Sachs beziffert gleichzeitig die globalen Investitionen im Bereich KI allein für das Jahr 2025 auf rund 200 Milliarden US-Dollar. Während die Förderbank KfW die gesamten Digitalisierungsausgaben des deutschen Mittelstandes für das Jahr 2022 auf 23 Milliarden beziffert – also lediglich 11 Prozent des globalen Investitionsvolumens. Es bedarf keiner hellseherischen Fähigkeiten, dass das nicht ausreichen wird, um im Wettbewerb um die Global Leadership Erfolg zu haben.

Das zeigt: Für die Transformation der deutschen Wirtschaft braucht es Kapital. Und mehr als das. Wir müssen dem Transformations- und Innovationsdruck und dem intensiven globalen Wettbewerb begegnen, indem wir in Deutschland eine neue Dynamik entfachen, einen Aufbruch organisieren. Und zwar, indem wir als Gesellschaft bereit sind, in neue Ideen zu investieren. Nur so haben neue Technologien und Innovationen eine Chance, zu nachhaltigen Geschäftsmodellen zu werden. Nur so entsteht eine Veränderung, die gleichermaßen schnell und nachhaltig wirkt. Beteiligungskapital ist der Schlüssel, um diese Dynamik anzustoßen.

Beteiligungskapital ist Aufbruchskapital. Denn wenn Investoren sich mit Eigenkapital an einem Unternehmen beteiligen, haben sie nicht nur eine Finanzspritze im Gepäck. Sie bringen branchen- und technologiebezogenes Know-how, Expertise und frische Impulse mit. Beteiligungskapital steht damit für den Glauben an Fortschritt. Für das Überwinden der Angst vor Veränderung und für eine bessere, nachhaltige Zukunft.

IM ÜBERBLICK

Dachfonds für den Mittelstand:

Die Kapitalvolumina deutscher Mittelstandsfonds müssen deutlich erhöht werden, um eine adäquate Unterstützung für mittelständische Unternehmen zu gewährleisten. Dazu bedarf es eines öffentlich initiierten und von der KfW verwalteten Wachstumsfonds, der als Ankerinvestor dazu beiträgt, dass die Fondsvolumina sich hin zu europäisch wettbewerbsfähigen Größen entwickeln können.

Gleichbehandlung von Eigen- und Fremdkapital:

Während Zinsen für Fremdkapital als Betriebsausgaben abzugsfähig sind und somit die Steuerlast des Unternehmens mindern, führt die Finanzierung durch Eigenkapital zu einer doppelten Besteuerung. Die Kapitalerträge, die an Eigenkapitalgeber gezahlt werden, können nicht vom zu versteuernden Gewinn abgezogen werden und unterliegen zudem auf der Seite des Eigenkapitalgebers einer weiteren Besteuerung.

Angleichung der Anlegerschwelle für alle Spezial-AIF:

Es ist geboten die Beteiligungsschwelle für semiprofessionelle Anleger in Spezial-AIF auf 100.000 Euro abzusenken – analog zu den Regelungen bei EuVECA-zertifizierten Fonds oder ELTIF.

Stiftungen weiter für Beteiligungskapital öffnen:

Das Stiftungsrecht sollte dahingehend weiterentwickelt werden, dass es Stiftungen künftig erlaubt ist, unabhängig vom Stiftungszweck stärker in vermögensverwaltende Strukturen wie Private Equity- aber auch Venture Capital-Fonds zu investieren.

Diskriminierung von Private Equity-finanzierten Unternehmen beseitigen:

Eine Aktualisierung der KMU-Definition ist notwendig und sollte Ausnahmen für die substantielle Zahl mittelständischer Unternehmen beinhalten, die durch Beteiligungsgesellschaften finanziert wurden. Eine solche Ausnahme besteht aktuell bereits – allerdings nur für sogenannte Minderheitsbeteiligungen zwischen 25 und 50%.

Mittelstand: Herausforderungen und Finanzierung in Deutschland

Der deutsche Mittelstand steht vor einer Reihe von Herausforderungen, die seine Stabilität und zukünftige Wettbewerbsfähigkeit beeinflussen. Entscheidender Impulsgeber und Hürde zugleich ist die Frage der Finanzierung. Denn deutsche Mittelständler müssen sich in einem ständig verändernden wirtschaftlichen Umfeld behaupten und gleichzeitig langfristige Nachhaltigkeit und Wettbewerbsfähigkeit sicherstellen. Dies erfordert eine strategische Herangehensweise an Finanzierung, Eigenkapitalmanagement, Unternehmensnachfolgeplanung und Transformationsprozesse. Fehlendes Kapital hindert die Unternehmen wiederum, ihr volles Potenzial auszuschöpfen oder macht sie anfällig für externe Schocks.

Viele Mittelständler haben im Vergleich zu Großunternehmen eine niedrigere Eigenkapitalausstattung, was ihre Wachstumschancen und ihre Widerstandsfähigkeit gegenüber wirtschaftlichen Schocks verringert. Eine niedrige Eigenkapitalquote beeinträchtigt die Kreditwürdigkeit und erhöht die Kosten für Fremdkapital. Gleichzeitig verlangen das aktuelle konjunkturelle Umfeld (Zinswende, geopolitische Risiken, Lieferketten, Globalisierung) aber auch langfristige und komplexe Transformationsprozesse (Unternehmensnachfolge, Nachhaltigkeit, Digitalisierung) nach Finanzierungslösungen, die über klassische Kreditfinanzierungen hinausgehen und nur durch die effektive Einbindung von externem Eigenkapital wie Beteiligungskapital gestemmt werden können.

Das Institut für Mittelstandsforschung erwartet für den Zeitraum 2022 bis 2026 bundesweit bei etwa 190.000 Unternehmen eine Unternehmensnachfolge¹. Das ifo Institut weist darauf, dass in den nächsten drei Jahren bei 43 % der Familienunternehmen eine Unternehmens- oder Anteilsübertragung ansteht. 42 % der Unternehmen haben noch keine Nachfolge für die Geschäftsleitung aus der Familie². Hier gilt es, Lösungen im Sinne der unternehmerischen Zukunftssicherung zu finden, denn es fehlt oft nicht nur an geeigneten Nachfolgern innerhalb der Familie, sondern auch an Finanzierungsmitteln. Digitaler Wandel und Transformation hin zu mehr Nachhaltigkeit sind weitere Schlüsselthemen, an die mittelständische Unternehmen ihre Geschäftsmodelle und Prozesse anpassen müssen. Dies erfordert erhebliche Investitionen in neue Technologien, Mitarbeiterqualifizierung und eine Kultur der Innovation. Beteiligungsgesellschaften gestalten Wandel proaktiv. Sie bringen Erfahrung und Expertise sowie das notwendigen Kapital mit.

Verschiedene regulatorische Hemmnisse und eine unzureichende Kapitalverfügbarkeit limitieren eine effektive Mittelstandsfinanzierung insbesondere mit Blick auf die Versorgung mit Eigenkapital, insbesondere Beteiligungskapital. Dabei übertreffen mit

¹ IfM Bonn, Unternehmensnachfolgen in Deutschland 2022 bis 2026 (2021)

² ifo Institut / Stiftung Familienunternehmen, Nachfolge-Monitoring deutscher Familienunternehmen (2023)

Beteiligungskapital finanzierte Unternehmen bei zentralen Kennzahlen wie Umsatz, Beschäftigung, Eigenkapitalausstattung und Investitionen die Vergleichsunternehmen, welche nicht mit Beteiligungskapital finanziert wurden³.

So verzeichnen die mit Beteiligungskapital finanzierten Mittelständler ein deutliches Wachstum des Umsatzes und der Anzahl der Beschäftigten. Das Beschäftigungswachstum liegt in den drei Jahren nach dem Einstieg einer Beteiligungsgesellschaft mit insgesamt 13 % deutlich über dem Anstieg der Vergleichsgruppe (6,8 %). Der Umsatz wuchs über den gesamten Betrachtungszeitraum durchschnittlich um fast 21 % und damit ebenfalls stärker als in der Vergleichsgruppe (13 %). Zudem lag die durchschnittliche Eigenkapitalquote mit rund 29 bis 31 % bei den mit Beteiligungskapital finanzierten Unternehmen über der der Vergleichsunternehmen (24 bis 28 %). Bei den mit Beteiligungskapital finanzierten Unternehmen stieg das Anlagevermögen in den drei Jahren nach dem Investoreneinstieg um durchschnittlich 17 %, während es in der Vergleichsgruppe um 5 % zurückging.

³ BVK, IfM Bonn, Beteiligungskapital im Mittelstand, 2021

HANDLUNGS- EMPFEHLUNGEN



Weniger neue Fonds und unzureichende Fondsgrößen | Dachfonds für den Mittelstand

1

Analyse: Die Zahl neuer Mittelstandsfonds ist in den letzten Jahren gesunken. Zudem verfügen viele in Deutschland registrierte Mittelstandsfonds über zu geringe Kapitalvolumina, um signifikante Investitionen in mittelständische Unternehmen zu tätigen und die durchschnittlichen Fondsvolumina sind seit 2022 gesunken. Deutschland ist im europäischen Vergleich zurückgefallen. Die durchschnittlichen Fondsgrößen lagen zum Teil deutlich unter denen in Großbritannien, Niederlande oder Schweden. Und der Standort ist vergleichsweise unterfinanziert. Dies begrenzt die Möglichkeiten für Wachstum und Innovation und lässt Potenzial ungenutzt.

Forderung: Die Kapitalvolumina in Mittelstandsfonds müssen deutlich erhöht werden, um eine adäquate Unterstützung für mittelständische Unternehmen zu gewährleisten. Dazu bedarf es eines Wachstumsfonds für den Mittelstand (Dachfonds), der nach dem Vorbild des im Rahmen des Zukunftsfonds aufgesetzten „Wachstumsfonds Deutschland“ öffentliche und private Mittel bündelt und als Ankerinvestor dazu beiträgt, dass die Fondsvolumina der Mittelstandsfonds sich hin zu europäisch wettbewerbsfähigen Größen entwickeln können.

KfW als fehlender Ankerinvestor | Mittelstandsprogramm

Analyse: Die KfW Bankengruppe hat sich in der Vergangenheit als wichtiger Ankerinvestor in deutsche KMU-Fonds etabliert. Ihr Rückzug hat eine Lücke hinterlassen, die das Vertrauen in und die Attraktivität von Beteiligungskapitalinvestitionen mindert. Existierende EU-Programme von EIF oder EIB können diese Lücke aufgrund ihres europaweiten, nicht deutschlandspezifischen Fokus nicht kompensieren.

Forderung: Die KfW sollte wieder als Ankerinvestor in KMU-Fonds agieren, um das Vertrauen in diese Investitionsform zu stärken, dadurch zusätzliches privates Kapital anzuziehen und hierdurch letztlich größere Fondsvolumina zu ermöglichen.

2

Vermögensverwaltende Fonds-Strukturen stärken | Steuertransparenz gesetzlich verankern

Ein zentrales Merkmal eines jeden Fonds – egal ob Wertpapier-Fonds oder eben Private Equity-Fonds – ist die Steuerneutralität: Jeder Investor versteuert den auf ihn entfallenden Anteil der Erträge aus den Kapitalinvestitionen auf seiner Ebene in seinem Heimatland nach seinen persönlichen Besteuerungsmerkmalen. Steuerneutralität entspricht dem internationalen Standard. Nur so sind die Fonds international wettbewerbsfähig und können mit anderen Fonds weltweit um das Kapital der großen Kapitalsammelstellen konkurrieren.

3 Steuerneutralität lässt sich nur durch Steuertransparenz erreichen, also durch die Qualifikation der Anlagetätigkeit als „vermögensverwaltend“. Leider werden in Deutschland diese vermögensverwaltenden Strukturen von Venture Capital- und Private Equity-Fonds zunehmend durch die Behauptung, es handele sich in Wirklichkeit um unternehmerisches Handeln, in Frage gestellt. Diese rechtliche Unsicherheit und ihre steuerlichen Konsequenzen sind Gift für eine Diskussion um eine breitere Investorenbasis. Grundsätzlich ist die Vermögensverwaltung nicht strittig. Die Anforderungen werden jedoch durch ein veraltetes Anwendungsschreiben des Bundesfinanzministeriums (BMF) aus dem Jahr 2003 geregelt, welches die zwischenzeitliche Marktentwicklung und -realität nicht mehr angemessen berücksichtigt. Dies führte in jüngerer Vergangenheit zu Unsicherheiten im Markt aufgrund langwieriger Diskussionen mit den Finanzverwaltungen über die Anerkennung als vermögensverwaltende Struktur. Dies schreckt in ganz erheblichem Maße insbesondere ausländische Fondsinvestoren ab und führt zur Abwanderung von Fonds aus Deutschland. In der Folge wird dadurch das Kapitalangebot für deutsche KMU und Gründungen stark verknappt und die Transformation der deutschen Volkswirtschaft massiv erschwert.

Forderung: Die Vermögensverwaltung muss gesetzlich verankert werden, um sie allgemeinverbindlich zu regeln. Die Politik sollte das veraltete BMF-Schreiben zur Vermögensverwaltung von Venture Capital- und Private Equity-Fonds aus 2003 überarbeiten oder sogar die Regelung gesetzlich fixieren, um die Anforderungen für die Steuertransparenz klarzustellen.



Regulatorische Barrieren I Anlageverordnung und Solvency II überarbeiten

Analyse: Regulierungsmaßnahmen wie Solvency II (Versicherungen), CRR III (Banken) oder Anlageverordnung (Versicherungen, Versorgungswerke, Pensionskassen) ermöglichen zwar Investitionen in Private Equity und Venture Capital. Gleichwohl haben sie grundlegende Lenkungswirkungen sowie mittelbaren und unmittelbaren Einfluss auf die Investitionsstrategien, die Asset Allokation und die tatsächliche Investitionstätigkeit. Vermeintlich risikoreiche Anlagen werden dabei z.B. aus Gründen des Anlegerschutzes regelmäßig besonders restriktiv behandelt etwa durch besonders hohe Eigenmittelanforderungen. Dadurch werden entsprechende Anlagen zwar nicht unmöglich, aber zumindest unattraktiver im Vergleich zu anderen Anlageklassen. Die strengen Vorschriften limitieren somit die Möglichkeiten für diese Institutionen, ihr Kapital flexibel anzulegen.

Forderung: Anlageverordnung, CRR und Solvency müssen angepasst werden, um den Investitionsspielraum für Versicherungen, Banken und andere Kapitalsammelstellen zu erweitern und somit mehr Kapital in den Mittelstand zu lenken. Bestehende Investorenregulierungen und auch zukünftige Anpassungen sollten kritisch nach ihrer Wirkung auf Asset Allokation und Investitionen der regulierten Investorengruppen untersucht werden. Übermäßige Einschränkungen und Belastungen professioneller, institutioneller Anleger gilt es ebenso zu vermeiden, wie das sogenannte Goldplating – also die Übererfüllung europäischer Vorgaben. Neue Regelungen bedürfen immer wieder der Überprüfung auf ihre Praxistauglichkeit durch ein regelmäßiges Benchmarking.

4

Fehlende steuerliche Anreize für Fondsinvestoren I Wettbewerbsfähigkeit stärken

Analyse: Das Fehlen steuerlicher Anreize für Beteiligungskapitalinvestitionen von institutionellen Investoren stellt ein wesentliches Hindernis dar. Dies beeinträchtigt die Attraktivität entsprechender Engagements durch Kapitalsammelstellen und die Wettbewerbsfähigkeit des Standorts Deutschland im internationalen Vergleich.

Forderung: Die Einführung steuerlicher Anreize für Beteiligungskapitalinvestitionen ist erforderlich, um das Investitionsklima zu verbessern und Deutschland als Investitionsstandort attraktiver zu machen. Beispielhaft ist hier die nachgelagerte Besteuerung der Erträge von Investoren bei Re-Investition zu nennen.

5

Steuergesetzgebung diskriminiert Eigenkapital | Gleichbehandlung von Eigen- und Fremdkapital

Analyse: Eigenkapital wird steuerlich schlechter behandelt als Fremdkapital. Während Zinsen für Fremdkapital als Betriebsausgaben abzugsfähig sind und somit die Steuerlast des Unternehmens mindern, führt die Finanzierung durch Eigenkapital zu einer doppelten Besteuerung. Die Kapitalerträge, die an Eigenkapitalgeber gezahlt werden, können nicht vom zu versteuernden Gewinn abgezogen werden und unterliegen zudem auf der Seite des Eigenkapitalgebers einer weiteren Besteuerung.

Forderung: Ziel muss die steuerliche Gleichstellung von Fremd- und Eigenkapitalfinanzierungen sein.

6

Level-Playing-Field für alle Spezial-Alternative Investment Funds (AIF) | Angleichung der Anlegerschwelle für alle Spezial-AIF

Analyse: Aus Anlegerschutzgründen wurde eine Abgrenzung der Anlagemöglichkeiten für Privatanleger im Rahmen des KAGB bestimmt, so dass die Assetklasse lediglich semiprofessionellen und professionellen Investoren offensteht. § 19 Abs. 3 KAGB bestimmt, dass die semiprofessionelle Anleger zum einen eine Kompetenzerklärung abgeben müssen, dass sie sich sämtlicher Risiken, die mit einer Investition verbunden sein können, bewusst sind und über hinreichenden Sachverstand, Kenntnisse und Erfahrungen verfügen. Außerdem muss der semiprofessionelle Investor mindestens einen Betrag von 200.000 Euro investieren. Diese Beteiligungsschwelle gilt jedoch nicht für EuVECA-zertifizierte Fonds (European Venture Capital Fund) bzw. ELTIF (European Long-Term Investment Funds), bei denen die Beteiligungsschwelle lediglich 100.000 Euro beträgt. Diese Ungleichbehandlung ist nicht nachvollziehbar, schränkt insbesondere für Mittelfonds den Kreis möglicher Investoren ein und beschränkt den Zufluss von Kapital in den Mittelstand.

Forderung: Es ist geboten die Beteiligungsschwelle für semiprofessionelle Anleger in Spezial-AIF auf 100.000 Euro abzusenken – analog zu den Regelungen bei EuVECA-zertifizierten Fonds oder ELTIF.

7



Das Stiftungsrecht sollte dahingehend weiterentwickelt werden, dass es Stiftungen künftig erlaubt ist, unabhängig vom Stiftungszweck stärker in vermögensverwaltende Strukturen wie Private Equity- aber auch Venture Capital-Fonds zu investieren, um ihre finanzielle Basis zu stärken und ihre Anlagestrategie zu diversifizieren.

Dr. Ingo Krocke,
Managing Partner, Auctus Capital

Reform des Stiftungsrechts I Stiftungen weiter für Beteiligungskapital öffnen

Analyse: Gerade familien- und unternehmensnahe Stiftungen sind aufgrund ihrer Expertise und des unternehmerischen Kapitals prädestiniert für die Mittelstandsfinanzierung. Das aktuelle Stiftungsrecht schränkt jedoch Stiftungen in ihrer Möglichkeit noch immer erheblich ein, in vermögensverwaltende Strukturen zu investieren. Diese Einschränkung verhindert, dass Stiftungen ihr Anlagevermögen möglichst effektiv zur Förderung ihres Stiftungszwecks einsetzen können.

Forderung: Das Stiftungsrecht sollte dahingehend weiterentwickelt werden, dass es Stiftungen künftig erlaubt ist, unabhängig vom Stiftungszweck stärker in vermögensverwaltende Strukturen wie Private Equity- aber auch Venture Capital-Fonds zu investieren, um ihre finanzielle Basis zu stärken und ihre Anlagestrategie zu diversifizieren.



Nachhaltigkeit und ESG-Kriterien | Komplexität und Umfang der Reportings reduzieren

Analyse: Die Integration von Nachhaltigkeitsaspekten und ESG-Kriterien in die Bewertung von Investments und das Portfoliomanagement wird zunehmend wichtiger. Regulierungsanforderungen für Manager und Fonds und deren Reportings steigen. Gleichzeitig fehlt es an Vergleichbarkeit und Standardisierung bei der ESG-Berichterstattung. Viele Fonds und Investoren haben Schwierigkeiten, die Regulierungsanforderungen effektiv zu implementieren und zu bewerten. Komplexität und Umfang der Berichterstattung führen nicht zu einem mehr an Transparenz und Anlegerschutz, sondern binden durch Bürokratie wichtige Kapazitäten bei Fonds-Management, -Investoren und Portfoliounternehmen ohne dem Anlegerschutz zu dienen.

Forderung: Die Standardisierung und Regulierung von Nachhaltigkeits- und ESG-Anforderungen ist voranzutreiben - ohne jedoch Komplexität und Umfang der Berichtspflichten zu übertreiben. Dabei ist stets Industriestandards der Vorzug gegenüber staatlichen Regulierungen zu geben. ESG-Aspekte werden bereits durch Marktmechanismen gestärkt und fließen zunehmend in die Bewertung von Beteiligungskapitalinvestitionen ein, um langfristige Wertsteigerungen und Risikominimierung zu unterstützen. Der Standort Deutschland darf dabei jedoch nicht durch das sogenannte Goldplating im europäischen Wettbewerb benachteiligt werden.



Die Standardisierung und Regulierung von Nachhaltigkeits- und ESG-Anforderungen ist voranzutreiben – ohne jedoch Komplexität und Umfang der Berichtspflichten zu übertreiben. Dabei ist stets Industriestandards der Vorzug gegenüber staatlichen Regulierungen zu geben.

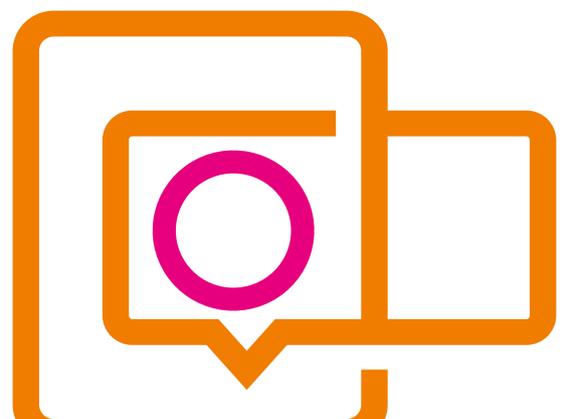
Harald Rehberg,
Geschäftsführer, CFH Management

KMU-Definition anpassen | Diskriminierung von Private Equity-finanzierten Unternehmen beseitigen

Analyse: Die aktuelle Definition der EU für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) sieht vor, dass ein KMU, an dem eine Mehrheitsbeteiligung eines Beteiligungskapitalfonds besteht, nicht als einzelnes Unternehmen („eigenständiges Unternehmen“) betrachtet wird, sondern alle Mehrheitsbeteiligungen des Fonds als sogenannte „verbundene Unternehmen“ zusammengefasst werden. Dadurch überschreiten die so künstlich geschaffenen Unternehmensgruppen i.d.R. die festgelegten Umsatz-/Mitarbeiter-Höchstgrenzen und qualifizieren nicht mehr als KMU. Dabei sind die Portfoliounternehmen eines Private Equity-Fonds keineswegs „verbunden“, da diese weder finanziell noch wirtschaftlich abhängig sind, sondern eigenständige und unabhängige Unternehmen (vergleichbar jedem anderen KMU), die in Form einer Eigenkapital-finanzierten Mehrheitsbeteiligung durch den Fonds gehalten werden. Die derzeitige Definition benachteiligt Private Equity-finanzierte Unternehmen gegenüber anderen, gleichartigen mittelständischen Unternehmen, da ihnen damit der Zugang zu den verschiedenen, ausschließlich KMU offenstehenden Förderprogrammen von EU, Bund und Ländern sowie verschiedene Ausnahmeregelungen für KMU verwehrt bleiben.

Forderung: Eine Aktualisierung der KMU-Definition ist notwendig und sollte Ausnahmen für die substanzielle Zahl mittelständischer Unternehmen beinhalten, die durch Beteiligungsgesellschaften finanziert wurden. Eine solche Ausnahme besteht aktuell bereits – allerdings nur für durch Beteiligungsgesellschaften wie „Risikokapitalgesellschaften“ oder „staatliche Beteiligungsgesellschaften“ finanzierte, sogenannte „Partnerunternehmen“, sofern die Beteiligung zwischen 25 und 50% beträgt und ist nicht tragfähig. Es bedarf vielmehr der vollständigen Gleichstellung der Portfolio-Unternehmen mit anderen KMU.

10



KfW-Refinanzierungsprogramm wiederaufnehmen

Analyse: Sowohl Banken als auch Debt-Fonds sind zunehmend zurückhaltend bei der Bereitstellung von Fremdkapital für Unternehmensfinanzierungen und -akquisitionen. Dies verhindert nicht nur Wachstumsinvestitionen, sondern erschwert auch die Finanzierung von Private Equity-Transaktionen und damit die Übergabe von Unternehmen im Rahmen der Unternehmensnachfolge. Die KfW stellte bis Ende 2020 im Rahmen eines speziellen Refinanzierungsprogramms zusammen mit bzw. über Geschäftsbanken als Konsortialpartner entsprechende Finanzierungen zur Verfügung.

Forderung: Die KfW sollte das vor wenigen Jahren eingestellte Programm zur Unterstützung von Akquisitionsfinanzierungen wiederaufnehmen, um so das private Angebot an Transaktionsfinanzierungen zu stärken und hierfür im Konsortium mit Geschäftsbanken zusätzliche Mittel zu mobilisieren.



Schlussfolgerung



Die vorgeschlagenen Analysen und Forderungen adressieren zentrale Herausforderungen in der Mittelstandsfinanzierung in Deutschland mit besonderem Fokus auf die Bereitstellung von Eigenkapital in Form von Beteiligungskapital. Durch die Umsetzung dieser Maßnahmen können zusätzliche Eigenkapitalfinanzierungen mobilisiert, ein nachhaltiges Wachstum des Mittelstands gefördert, die Innovationskraft gestärkt und die internationale Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands verbessert werden. Die Reformen in den Bereichen der Anlageverordnung/Solvency, des Stiftungsrechts sowie die Schaffung klarer steuerlicher und regulatorischer Rahmenbedingungen für Private Equity-Fonds/-Manager sind dabei von zentraler Bedeutung.

VORWORT

Beteiligungskapital ist kein abstraktes Finanzinstrument, sondern übernimmt Verantwortung und investiert stets in konkrete, greifbare Unternehmen. Natürlich gibt es ein Renditeinteresse, wenn Investoren in Unternehmen einsteigen. Aber Rendite und Verantwortung schließen sich nicht automatisch aus. Beteiligungskapital bringt sich ein – oft auch langfristig, gerade weil es die Erwartung auf Rendite gibt. Dies wird insbesondere bei Exits deutlich, wenn Unternehmen an die Börse gehen oder anderweitig veräußert werden. Mehr Börsengänge an der Deutschen Börse sind wünschenswert, und dafür müssen die Rahmenbedingungen geschaffen werden.

Beteiligungskapital bringt externe Expertise, einen breiten Erfahrungshorizont und ein Netzwerk mit und übernimmt Verantwortung für die Zukunft des Unternehmens und damit auch für die Menschen, die es ausmachen. Wie Kapitalgeber diese Verantwortung in der Praxis leben, zeigt eine Studie des BVK in Zusammenarbeit mit dem Institut für Mittelstandsforschung.

Demnach wachsen nicht nur der Umsatz und der Cashflow von Unternehmen mit Beteiligungsfinanzierung überdurchschnittlich stark. Drei Jahre nach dem Einstieg von Investoren hatten diese Unternehmen auch 13 Prozent zusätzliche Stellen geschaffen – bei Unternehmen ohne Investoren stieg die Zahl der Stellen nur um 1 Prozent.

Auf diese Weise wirkt Beteiligungskapital über das einzelne Unternehmen hinaus. Über konkreten Nutzen im Einzelfall schafft es Werte für die gesamte Gesellschaft. Weil es Mut und Finanzierungslücken schließt, hält es kluge Köpfe und ihre Ideen im Land. Es übernimmt Verantwortung für künftigen Wohlstand und resilientes Wachstum. Ein florierender Markt für Exits, insbesondere durch Börsengänge an der Deutschen Börse, stärkt die Innovationskraft und die langfristige Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands.

Ausgangslage:

Deutschland ist als Kapitalmarktstandort für Unternehmensfinanzierungen und insbesondere als Finanzplatz für Börsengänge unattraktiv. Dies belegen eine sinkende Anzahl börsennotierter Unternehmen, niedrige IPO-Zahlen und zahlreiche Start-ups, die vermehrt andere internationale Finanzplätze für ihren Börsengang wählen. Waren zu Beginn des Jahrtausends noch mehr als 600 Unternehmen an den Märkten der Deutsche Börse notiert, waren es Ende 2023 nur noch 429. Auch die Zahl der Neuemissionen konnte nie wieder die Höchststände aus dem Jahr 2000 erreichen, als 142 Unternehmen den Weg an die Börse gingen. Im Jahr 2023 waren es im Vergleich nur vier Unternehmen. Ein besonders deutliches Signal hierfür sind deutsche Biotech-Start-ups, die sich in jüngster Vergangenheit mehrheitlich dafür entschieden haben, ihren IPO in den USA oder an anderen europäischen Börsenplätzen durchzuführen. Junge Unternehmen dieser Branche haben bereits vorbörslich einen sehr hohen Finanzierungsbedarf und orientieren sich deshalb häufig in Richtung der USA, weil dort kapitalstarke Venture Capital-Gesellschaften und weitere Investoren mit viel Expertise im Biotech-Bereich ansässig sind. Die logische Konsequenz: Auch der Börsengang findet dort statt.

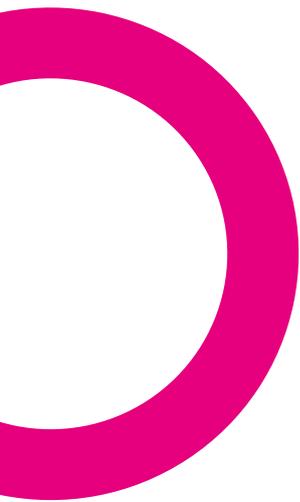
Ein bereits vor der Finanzkrise mit der MIFID überbordender Anlegerschutz gepaart mit einer einem Ökosystem zuwider gehenden Finanzmarktregulation bewirkten für private und institutionelle Investoren genau wie für Emittenten nicht die angedachte Transparenz und die Möglichkeit des Zugangs zu Kapital. Sie führten zum Aussterben einer ganzen Industrie an Dienstleistern wie unabhängigen Research-Häusern und kleineren Banken in Deutschland. Diese Entwicklung stellt Deutschland vor die unangenehme Realität, zunehmend von ausländischen Kapitalquellen abhängig zu werden.

Ein Kulturwandel ist notwendig, der das Ökosystem Kapitalmarkt und Börse in Deutschland wieder attraktiv für Investoren und Unternehmen macht. Ein solcher Wandel ist keine Utopie – Deutschland hat es schon einmal geschafft. Im Jahr 1997 konnte sich mit der Einführung des Neuen Marktes ein neues Verständnis für die Finanzierung junger wachsender Unternehmen mit Eigenkapital etablieren. Es ist möglich, den Markt für Börsengänge wiederzubeleben, wenn die richtigen Hebel in Bewegung gesetzt werden und das neue Kapitalmarkt-Ökosystem von allen Akteuren mitgetragen wird.

Mit einem Börsengang eröffnen sich Startups und Wachstumsunternehmen entscheidende Finanzierungsquellen für die Finanzierung des Wachstums und die unabhängige Weiterentwicklung. Zahlreiche der in den letzten Jahren entstandenen Einhörner werden ihre Zukunft über einen Börsengang finanzieren müssen. Regelmäßige Alternative für den Börsengang ist oft der Verkauf an ein anderes Unternehmen, wobei diese Käufer oft ausländische Unternehmen sind. Fehlendes Wachstumskapital ist eine entscheidende Schwachstelle des deutschen Ökosystems. Dies betrifft nicht nur Venture Capital sondern auch die Möglichkeit der Kapitalaufnahme durch einen Börsengang und spätere Kapitalerhöhungen. Für Venture Capital-Investoren bildet der IPO zudem einen wichtigen Schritt in Richtung Exit. Und aus Sicht privater und institutioneller Aktienanleger eröffnet sich erst mit dem IPO von Startups die Chance, an der Wertschöpfung und Kursentwicklung dieser Unternehmen – auch im Rahmen der Altersvorsorge – zu partizipieren.

Die Bedeutung der Börse für die Finanzierung von Wachstumsunternehmen unterstreicht beispielhaft die französische TIBI-Initiative. Im Rahmen einer gemeinsamen Selbstverpflichtung haben große institutionelle Investoren und Kapitalsammelstellen zugesagt, zusätzliches Kapital von 5 Mrd. Euro sowohl für nicht notierte Startups über Venture Capital-Fonds als auch für börsennotierte Technologie-Unternehmen sowie deren Börsengänge bis 2023 bereitzustellen. Im letzten Jahr wurde die Initiative als TIBI 2 mit weiteren 7 Mrd. Euro bis 2026 verlängert. Dies unterstreicht, dass ein ganzheitlicher Ansatz in Bezug auf die Mobilisierung von Kapital über den gesamten Finanzierungszyklus notwendig ist. Es genügt nicht, Startups und somit potenzielle Weltmarktführer von morgen nur über Venture Capital-Fonds anzuschieben. Für ein nachhaltig funktionierendes Ökosystem braucht es auch Kapital und Investoren für Emissionen und Exits über die Börse.

Die folgenden Aspekte beschreiben Handlungsempfehlungen, die sowohl aus der Perspektive der Investoren als auch aus Sicht der Unternehmen zu einer Verbesserung führen und damit den Finanzplatz Deutschland wieder auferstehen lassen. Diese ergänzen die von verschiedenen Stakeholdern in der jüngeren Vergangenheit verfassten Positionspapiere und Studien, welche umfassend und detailliert Ansatzpunkte für eine Verbesserung der Börsen- und IPO-Landschaft in Deutschland aufgezeigt haben.



HANDLUNGS- EMPFEHLUNGEN

1

Schaffung einer gesellschaftsübergreifenden Aktienkultur

Die Wertpapieranlage über die staatlich hoch regulierte Börse muss eine Leitkultur werden. Aktien und andere Wertpapiere von Unternehmen, die an regulierten Märkten notieren, müssen von Anlegern so einfach wie möglich erworben werden können - dies gilt auch für Börsengänge in solchen Märkten. Vor diesem Hintergrund bedarf es der Einführung eines Provisionsverbots für Finanzanlageprodukte sowie für alle Banken und Finanzdienstleister einer verpflichtenden Best Execution für Orders sowie der gesetzlichen Beschränkung der Bezahlung für Orderflow, um den Zugang zum Aktienmarkt niederschwelliger auszugestalten.

Anpassung des aktuellen Steuerregimes und Abbau bestehender Steuernachteile sowie Anerkennung und Förderung der Aktiendirektanlage

Nachgelagerte Besteuerung von Direktanlagen am Kapitalmarkt ausweiten.

Um die Liquidität des Kapitalmarktes zu stärken, muss das bisherige Kleinanlegerprivileg im Zusammenhang mit der nachgelagerten Besteuerung bei Riester- und Rürup-Verträgen auf Direktanlagen am Kapitalmarkt ausgeweitet werden.

Wiedereinführung der Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen nach einer Haltefrist.

Die Ausweitung der Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen nach einer Haltefrist schafft Anreize für langfristige Investitionen, da private Anleger einen steuerlichen Anreiz hätten, ihre Investitionen über einen bestimmten Zeitraum hinaus zu halten. Zudem stärkt es die Attraktivität des Kapitalmarkts für in- und ausländische Investoren.

2

Steuerliche Privilegierung von Investitionen in Start-up-Unternehmen.



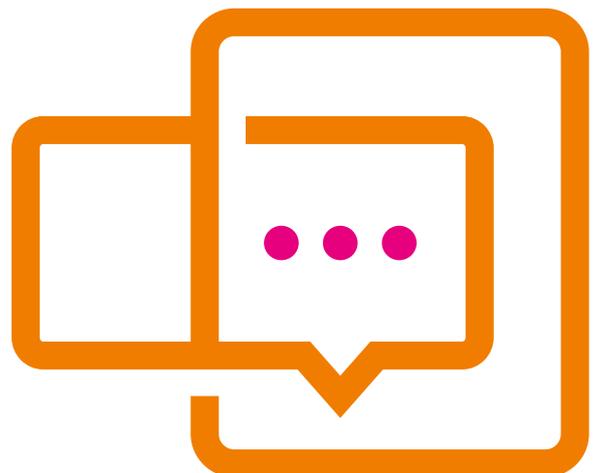
Eine steuerliche Privilegierung von Investitionen in Start-ups würde die Investitionsbereitschaft von Anlegern stärken und zugleich deren Investitionsrisiken mindern. Internationale Investoren werden angezogen, das Wirtschaftsgefüge wird zusätzlich diversifiziert und dadurch weniger abhängig von großen, etablierten Unternehmen. Dadurch wird mehr Kapital in junge, innovative Unternehmen gelenkt. Denkbar ist darüber hinaus, Investitionen in die potenziellen „Weltmarktführer von Morgen“ im Verlustfall für einen Zeitraum von bis zu 10 Jahren vollständig von der Einkommenssteuer abzugsfähig zu machen.

Etablierung eines alternativen, kapitalgedeckten staatlichen und privaten Altersvorsorgesystems



Aufbauend auf dem von der Ampel-Koalition beschlossenen Generationenkapi- tal gilt es die kapitalgedeckte Altersvorsorge zu verbreitern und ein alternatives, kapitalgedecktes, staatliches sowie privates Altersvorsorgesystem zu etablieren, um der Demografiefalle zu entkommen. Dies würde zu einem größeren und liqui- deren Kapitalmarkt führen und die Kapitalmarktkultur spätestens mit Eintritt in das Arbeitsleben für einen Bürger zum wesentlichen Bestandteil seines Lebens machen.

Deutschland sollte sich dabei am bewährten schwedischen Modell orientieren. Dort müssen die Arbeitnehmer 2,5 % ihres Bruttoeinkommens in die aktienbasier- te Altersversorgung einzahlen. Wahlweise erfolgt dies durch Einzahlung in einen staatlich geführten, aktiv verwalteten Fonds oder in einen von über 100 privaten Fonds.



Schaffung einer echten Kapitalmarktunion in Europa und Fortentwicklung von Listing Act und Zukunftsfinanzierungsgesetz

Vereinheitlichung europäischer Rahmenbedingungen durch die Kapitalmarktunion.

Die Kapitalmarktunion ist das wichtigste Vorhaben zur Stärkung des europäischen Wirtschaftsraums. Durch die Kapitalmarktunion würden Transaktionen über Grenzen hinweg effizienter und kostengünstiger durchgeführt werden können. Dies fördert wiederum den Handel und die Investitionen innerhalb der EU. Zudem stärkt ein einheitlicher Kapitalmarkt die Wettbewerbsfähigkeit der EU im globalen Kontext und eröffnet Unternehmen den Zugang zu einem größeren Pool von Investoren. Die Kapitalaufnahme wird effizienter gestaltet. Sie baut Barrieren für grenzüberschreitende Investitionen ab und treibt die Integration der Finanzmärkte voran, wodurch Effizienzreserven gehoben werden.



System der Zentralverwahrer harmonisieren.

Ebenso wichtig für das Gelingen einer Kapitalmarktunion ist die Harmonisierung des Systems der Zentralverwahrer, die nach nicht einheitlichen Kriterien die landesspezifischen Wertpapiere verwahren. Hier bedarf es eines einheitlichen IT Backbone Systems innerhalb der EU, um Stammdaten von der Schaffung bis zur Herausnahme eines Wertpapiers zu hinterlegen. Denn gerade die Abbildung der länderspezifischen steuerlichen Behandlung von Aktien sorgt noch immer für starke Hemmnisse in Bezug auf den länderübergreifenden Besitz. Die Folge ist, dass die einzelnen für ein Ökosystem notwendigen Akteure wie u.a. Banken, Finanzintermediäre und Investor Relations Agenturen am Kapitalmarkt gerade für Small und Mid Caps zumeist sehr lokal an ihrer Heimatbörse Emittenten unterstützen und viel zu selten nationale Grenzen in Europa überschreiten.

Weiterentwicklung des Listing Acts zur Vereinfachung und Kostenreduktion der Zulassung für Unternehmen zum Handel an einer Wertpapierbörse.

Eine Vereinfachung des Zulassungsprozesses ermöglicht es für mehr Unternehmen, insbesondere kleinere und mittlere Unternehmen (KMU) sowie Start-ups, an der Börse gelistet zu werden. Dies führt wiederum dazu, dass mehr Kapital in den Markt fließt und die Vielfalt der gelisteten Unternehmen erhöht wird. Zudem stellen die Kosten für die Börsenzulassung

für viele Unternehmen, insbesondere für KMU und Start-ups, eine erhebliche Hürde dar. Durch die Reduzierung dieser Kosten werden mehr Unternehmen in der Lage sein, an der Börse gelistet zu werden, was wiederum die Liquidität und Tiefe des Marktes erhöht. Außerdem können durch die Erleichterung des Zugangs zur Börse Unternehmen leichter Kapital aufnehmen, um zu wachsen. Ein effizienter und zugänglicherer Kapitalmarkt trägt schließlich dazu bei, den Finanzplatz insgesamt zu stärken und attraktiver für in- und ausländische Investoren zu machen.

Änderung verschiedener Verordnungen, wie der EU-Prospektverordnung, um den Prospektprozess zu vereinfachen.

Eine Reform der EU-Prospektverordnung würde dazu beitragen, die Transparenz für Investoren zu erhöhen, mehr Investitionen anzuziehen und vor allem mehr Unternehmen dazu ermutigen, an die Börse zu gehen. Dies schafft wiederum eine breitere Palette an Investitionsmöglichkeiten für Investoren und macht damit den Finanzplatz insgesamt für in- und ausländische Investoren attraktiver.

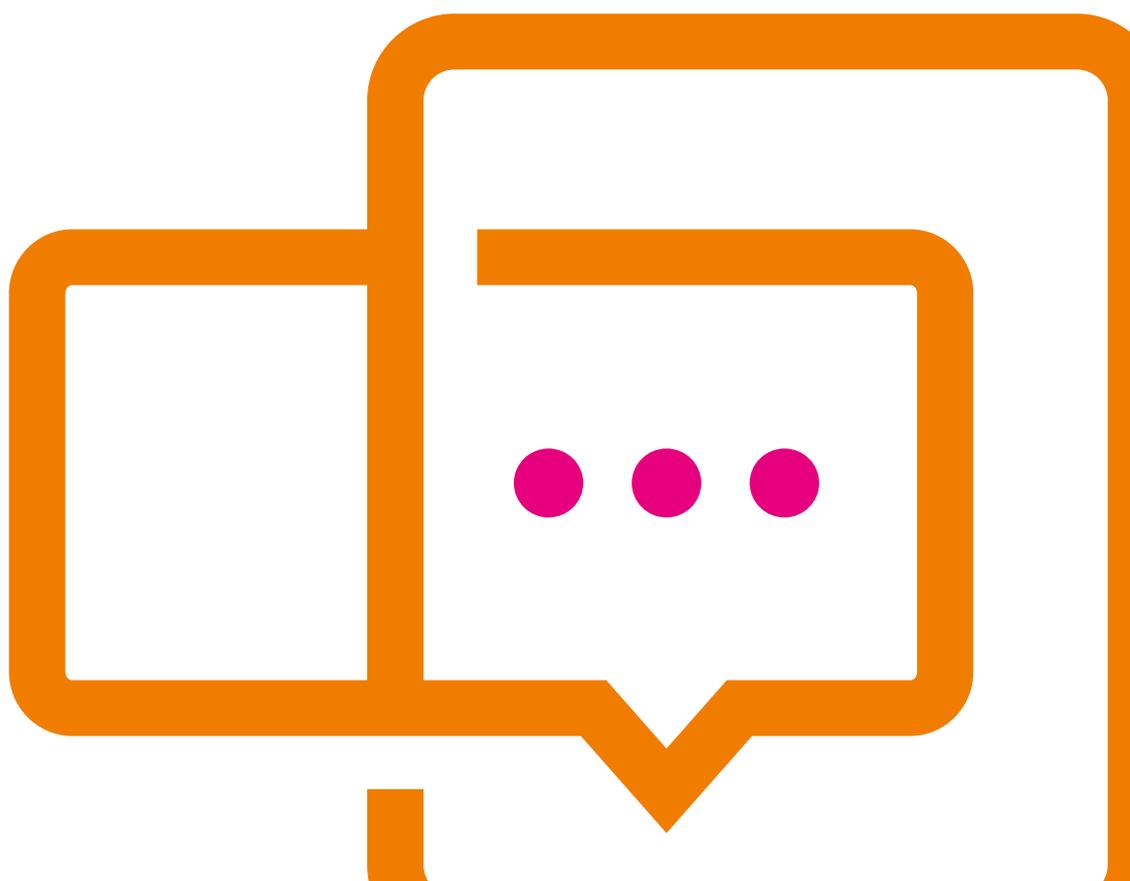


**Wir danken für Ihre wertvolle Unterstützung unseren Mitgliedern
Herrn RA Dr. Andreas Zanner (Zanner Advisory)
und Herrn Holger Clemens Hinz (Quirin Privatbank AG)**



Um das Ökosystem für Börsengänge zu verbessern, ist es notwendig, die bürokratischen Prozesse zu vereinfachen, steuerliche Anreize zu optimieren und Bildungsressourcen bereitzustellen, die junge Unternehmen auf den Gang an die Börse vorbereiten.

Ulrike Hinrichs,
*Geschäftsführendes Vorstandsmitglied
Bundesverband Beteiligungskapital e.V.*



IMPRESSUM

HERAUSGEBER:

**Bundesverband Beteiligungskapital e.V.
German Private Equity and Venture Capital Association e.V.
(BVK)**

Reinhardtstraße 29B, 10117 Berlin
<https://www.bvkap.de/>
bvk@bvkap.de

Ulrike Hinrichs, Geschäftsführendes Vorstandsmitglied

Redaktionelle Mitarbeit: Amid Jabbour, Attila Dahmann, Fabian Gödelmann und Sibylla von Sahr

GRAFIK UND LAYOUT:

Eighty Seven, Berlin
<https://eightyseven.berlin/>



Bundesverband
Beteiligungskapital e.V.