Machbarkeits- und Marktpotenzialstudie zur INVEST-ähnlichen Förderung von Investitionen von Privatpersonen in VC-Fonds

Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie

Erstellt von:

space·tec PARTNERS

P+P Pöllath + Partners
Rechtsanwälte | Steuerberater

Die Studie wurde im Zeitraum Frühjahr 2019 bis Winter 2019 im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie von SpaceTec Partners und P+P Pöllath + Partners erstellt.

SpaceTec Partners bündelt an den Standorten München und Brüssel einzigartige Kompetenz in den Bereichen der Strategie-, Management- und Kommunikationsberatung und engagiert sich in einer Vielzahl von Anwendungsfeldern.

Wir beraten Klienten in Strategie-, Organisations- und Regulierungsfragen. Zu unseren öffentlichen Kunden zählen die Europäische Kommission, Raumfahrtagenturen, sowie Bundes- und Landesbehörden. Wir unterstützen Industrieunternehmen bei der Geschäftsentwicklung, Internationalisierung bei Finanztransaktionen und Projektfinanzierung. Darüber hinaus engagiert sich SpaceTec Partners im Bereich Venture Capital und unsere zertifizierten Coaches begleiten kleine und mittelgroße Unternehmen in Geschäftsaufbau und -ausrichtung.

Unsere Berater haben langjährige Erfahrung in der Strategieberatung oder der Industrie. Unser internationales Team umfasst 16 Nationalitäten und spricht 15 Sprachen. Mit Büros in München und Brüssel und Niederlassungen in London und Wien ist SpaceTec Partners international aktiv.

Neben Branchenwissen in der Luft- und Raumfahrt verfügen wir über umfassende Erfahrung in zukunftsweisenden Technologiezweigen wie Informations- und Kommunikationstechnik, Transport und Robotik. Mehrere der Partner besitzen Gründungserfahrung und können auf ein breitgefächertes internationales Netzwerk in der Business Angel- und VC-Szene zurückgreifen.

www.spacetec.partners

P+P Pöllath + Partners
Rechtsanwälte | Steuerberater

P+P Pöllath + Partners ist eine spezialisierte Rechts- und Steuerberatungskanzlei mit Standorten in Berlin, München und Frankfurt. Mit über 140 Rechtsanwälten und Steuerberatern konzentrieren wir uns vor allem auf die Beratung zu Alternativen Investmentfonds, Private Equity und Venture Capital, Unternehmenskäufen (M&A), Immobilienrecht sowie Nachfolge und Vermögen. In diesen Bereichen haben wir langjährige Erfahrung, hier bieten wir "State-of-the-Art"-Beratung an und setzen darin selbst neue Maßstäbe.

P+P ist einer der Marktführer für die Strukturierung von Private Equity und Venture Capital-Fonds in Deutschland. Unser Team verfügt über umfassende Expertise in den Bereichen Fondsstrukturierung, AIFM-Richtlinie/KAGB, Asset-Management und Sekundärtransaktionen. Dazu gehören alle relevanten Fondsstrukturen in den Bereichen Private Equity (Buy-out, Venture Capital), Mezzanine/Private Debt, Immobilien, Infrastruktur und weitere. Wir erstellen innovative, praxisgerechte Strategien und Lösungen für komplexe rechtliche, steuerliche, vertragliche und regulatorische Anforderungen an Initiatoren, Manager und Investoren. Wir übernehmen die Fondsstrukturierung für viele der bekanntesten deutschen und internationalen Fondsinitiatoren sowie für spezialisierte Fonds-Boutiquen.

P+P ist auch führend auf dem Gebiet der Venture Capital-Transaktionen in Deutschland. Ein Team aus Spezialisten berät umfassend auf allen Gebieten im Zusammenhang mit Venture Capital Finanzierungen – von der Seed-Phase bis hin zu einem erfolgreichen Exit.

www.pplaw.com

INHALTSVERZEICHNIS

Zusammenfassung **1**
1. Hintergrund und Methodik **3**
2. Allgemeine Zusammenhänge und rechtliche Rahmenbedingungen **4**
2.1 Grundprinzipien und Kapitalflüsse im VC-Fondsgeschäft 4
2.2 Rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen in Deutschland 7
3. Profil und Dynamik im deutschen VC-Markt **15**
3.1 Venture Capital als wichtiges Element der Gründerfinanzierung 15
3.2 Wagniskapital in Deutschland 17
3.3 Charakterisierung der deutschen VC-Fondslandschaft 20
3.4 Bedeutung von Privatpersonen 23
4. Erfolgreiche Beispiele von Förderungen im Ausland **28**
4.1 Steuerliche Förderung spezieller Publikumsfonds in Frankreich 28
4.2 Steuerbegünstigte börsengehandelte VC-Fonds im Vereinigten Königreich 31
4.3 Steuerliche Begünstigungen im außereuropäischen Ausland 33
4.4 Übertragbarkeit der ausländischen Fördermodelle 36
5. Prämissen für eine INVEST-ähnliche Förderung von Passivinvestitionen **37**
5.1 Vorgaben und Rahmenbedingungen für ein potenzielles Förderungsmodell 37
5.2 Orientierung am INVEST-Programm 39
5.3 Anforderungen aus Beihilfe- und Zuwendungsrecht 42
5.3.1 Beihilferecht 42
5.3.2 Zuwendungsrecht 46
5.4 Grundkonzept der Förderung und abgeleitete Fördervoraussetzungen 49
6. Herausforderungen für die Umsetzung **52**
6.1 Hohe Mindestbeteiligungssummen 52
6.2 Prüfung von Beteiligungsverträgen 54
6.3 Modalitäten und Prozess der Auszahlung 55
6.4 Risiko möglicher Rückforderungen 57
7. Fondsseitige Marktakzeptanz **58**
7.1 Zusätzlicher Aufwand & Reibungspunkte durch zusätzliche Privatpersonen 59
7.2 Administrativer Zusatzaufwand durch Förderung 59
7.3 Mögliche Nachteile bei Interaktion mit Start-ups 60
8. Abschätzung des Mobilisierungspotenzials **61**
8.1 Mobilisierungswirkung in neuen Anlegerkreisen 61
8.2 Mitnahmeeffekte und Akzeptanz bei VC-erfahrenen Anlegern 63
8.3 Abhängigkeit der Mobilisierungswirkung von Unternehmensphase 64
9. Beurteilung von Machbarkeit und Sinnhaftigkeit **65**
9.1 Erfolgschancen und Konsequenzen bei angedachter Ausgestaltung 65
9.2 Anzupassende Parameter zur Erhöhung der Erfolgsaussichten 68
10. Erkenntnisse zur Stärkung des VC-Standortes Deutschland **70**
Anhang A: Eignung alternativer Förderansätze **72**
Anhang B: Abkürzungen **76**
Anhang C: Danksagung **77**

ZUSAMMENFASSUNG

Venture Capital-Fonds (VC-Fonds) sind als Risikokapitalgeber unerlässlich für den Erfolg von jungen innovativen Unternehmen, die die Grundlage für Wachstum, Innovation und Fortschritt in Deutschland sind. Um junge innovative Unternehmen in ausreichendem Maße mit Kapital auszustatten, können Förderungen helfen, zusätzliche Gelder zu mobilisieren. Das INVEST-Programm des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie (BMWi) fördert bereits erfolgreich Direktinvestitionen von Privatpersonen in Start-ups und kann daher als Vorbild für weitere Programme zur Mobilisierung von Wagniskapital von Privatpersonen dienen. Daher wird im Rahmen diese Studie untersucht, inwieweit eine **INVEST-ähnliche Passivinvestitionsförderung** dabei helfen kann, **Investitionen von Privatpersonen** in innovative Unternehmen **über VC-Fonds** zu mobilisieren.

Da das eigentliche Förderziel die Mobilisierung privaten Wagniskapitals und damit die bessere Kapitalausstattung von jungen innovativen Unternehmen ist, sollen die jeweiligen **Beteiligungen an Zielunternehmen** über den VC-Fonds gefördert werden, und nicht wie bei vielen ausländischen steuerlichen Förderungen bereits der Anteilserwerb an VC-Fonds durch Privatpersonen. Die Förderung soll insbesondere neue Anleger mobilisieren und Investitionen in VC-Fonds in ähnlicher Größenordnung wie bei INVEST (ab 10.000 Euro) ermöglichen. Die **administrative Abwicklung** der Förderung soll, wie bei INVEST, **durch das Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle** (BAFA) erfolgen.

Die Umsetzung dieser Förderidee bringt jedoch eine **Reihe von Herausforderungen** mit sich. So verhindern **rechtliche Rahmenbedingungen** Privatpersonen mit weniger als EUR 200.000 weitgehend den Zugang zu Spezial-AIF, die in Deutschland den Großteil der VC-Fonds ausmachen. Auch eine Bündelung mehrerer Privatpersonen über sog. Investmentclubs ermöglicht es praktisch nicht, die Anlageklasse Venture Capital für die breite Masse an Privatpersonen zu öffnen.

Darüber hinaus stößt die Umsetzung der angedachten Förderung auf zahlreiche **administrative Hürden**. Wenn die einzelnen Beteiligungen der VC-Fonds an den Zielunternehmen auf die Erfüllung aller Förderkriterien beurteilt werden sollen, ist eine **Detailprüfung der Beteiligungsverträge** notwendig. Jedoch ist durch das BAFA nur eine Prüfung von deutschsprachigen Verträgen möglich, was mit den größtenteils englischsprachigen Beteiligungsverträgen der Fonds kollidiert. Auch stellen **mögliche Rückforderungen** der Fördergelder bei Verletzung der Fördervoraussetzungen (etwa der Mindesthaltedauer) sowie der Auszahlungsprozess Schwierigkeiten dar.

Umfangreiche durchgeführte **Marktbefragungen** zeigen, dass das **Interesse** an der angedachten Förderung auf Seiten **der deutschen VC-Fonds gering** ist, was primär auf den administrativen Aufwand, der mit der Förderung einhergehen würde, zurückzuführen ist. Neben dem Aufwand durch die Förderung selbst, schreckt die Manager insbesondere der **Zusatzaufwand durch die Betreuung von Privatpersonen** als Anleger ab. Dieser Aufwand steht für die Fonds nicht in proportionalem Verhältnis zu dem zusätzlichen Kapital, welches durch die Förderung mobilisiert werden kann. Auch werden Nachteile bei der Interaktion mit Start-ups befürchtet.

Leider weist eine Vielzahl von Indikatoren darauf hin, dass die **Mobilisierungswirkung** der Förderung in ihrer angedachten Ausgestaltung eher **gering** ausfallen dürfte. Neben den wenigen VC-Fonds, die

die Förderung nutzen würden, verhindern die hohen Mindestbeteiligungssummen, dass zusätzliches Kapital von einer neuen Anlegerklasse mobilisiert werden kann.

Auch die Gefahr von potenziellen Teilrückforderungen einer bereits ausgezahlten Förderung sowie die Tatsache, dass Förderhöhe und Auszahlungszeitpunkt für den Privatinvestor zum Zeitpunkt des Anteilserwerbs am VC-Fonds unbekannt sind, schmälert die Mobilisierungswirkung.

Auf Seiten der bestehenden VC-erfahrenen Anleger sind Mitnahmeeffekte zu erwarten, da diese ohnehin in die Assetklasse Venture Capital investieren. Zudem weisen einige Indizien darauf hin, dass ein Teil der Anleger aufgrund des administrativen Aufwands Abstand von der Nutzung der Förderung nehmen würden.

Damit muss der Erfolg einer INVEST-ähnlichen Förderung in der angedachten Ausgestaltung als fraglich beurteilt werden. Ob die **Wirksamkeit** der Förderung **durch einige Anpassungen erhöht** werden kann, ist fraglich. Neben der Möglichkeit der **Prüfung von englischen Beteiligungsverträgen** könnte die Bündelung einer Vielzahl von Privatpersonen als Anleger mit kleineren Beteiligungssummen über Dachfonds oder **Feederfonds** helfen, die fondsseitige Akzeptanz der Förderung zu erhöhen. Dies ist im Rahmen der derzeit geltenden aufsichtsrechtlichen Schranken des KAGB allerdings kaum möglich. Um im geltenden Rechtsrahmen eine signifikante Mobilisierung von zusätzlichem Wagniskapital zu erreichen, wäre möglicherweise eine **Distanzierung vom INVEST-ähnlichen Ansatz** und eine deutliche **Vereinfachung** des Förderkonzeptes von Nöten. Nur durch die pauschale Förderung der Fondsbeteiligung und minimalen Aufwand für die Fonds erscheint eine maximale Akzeptanz auf Seiten von Anlegern und Fonds erreichbar. Dabei wären jedoch zuwendungsrechtliche und beihilferechtliche Rahmenbedingungen und Einschränkungen zu beachten.

Jedoch können auch neben einer INVEST-ähnlichen Förderung Schritte unternommen werden, um den **Wagniskapitalmarkt in Deutschland** weiter zu **stärken**. Mit dem HTGF, Coparion, den Instrumenten der KfW Capital und dem ERP/EIF-Dachfonds wurden bereits erfolgreiche Maßnahmen umgesetzt. Die Marktbefragungen im Rahmen dieser Studie haben ergeben, dass der Hebel für die Stärkung des Wagniskapitalmarktes in Deutschland eher in einer **Verbesserung der steuerlichen und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen** gesehen wird als in der Schaffung eines weiteren Zuschussprogramms. Insbesondere die **Mobilisierung von institutionellem Kapital** ist essenziell, um den VC-Standort Deutschland auf die nächste Stufe zu heben und mehr Kapital für die wichtige Spätphase zu mobilisieren.

1. Hintergrund und Methodik

Im internationalen Vergleich ist der deutsche Wagniskapitalmarkt noch unterentwickelt. Durch das 2013 vom BMWi eingeführte INVEST-Programm werden Privatpersonen über einen steuerfreien Erwerbszuschuss in Höhe von 20 % der Investitionssumme motiviert, Wagniskapital in junge innovative Unternehmen zu investieren und dabei selbst und direkt Unternehmensanteile zu erwerben.[1] 2017 wurde das INVEST-Programm darüber hinaus um einen steuerfreien Exitzuschuss zur pauschalen Kompensation der Steuerlast auf Veräußerungsgewinne für natürliche Personen erweitert.

Auch neben dem direkten Erwerb von Unternehmensanteilen können Privatpersonen einen Beitrag zur Finanzierung von Unternehmen insbesondere in der Wachstumsphase leisten. Dabei helfen Venture Capital-Fonds, innovativen Unternehmen Kapital bereitzustellen. Neben institutionellen Anlegern stellen Privatpersonen diesen Fonds Kapital bereit, das über diese indirekt zu den Unternehmen fließt. Den Unternehmen steht im Allgemeinen hierdurch mehr Wagniskapital zur Verfügung als bei einer direkten Beteiligung eines einzelnen Privatinvestors. Anleger profitieren demgegenüber von einer breiteren Streuung des Risikos über mehrere Unternehmen und können sich auch ohne Expertenwissen an zukunftsträchtigen Branchen beteiligen.

Im Rahmen dieser Studie wird untersucht, inwieweit das von Privatpersonen bereitgestellte Wagniskapitalvolumen vergrößert werden kann, indem Investitionen in förderfähige Unternehmen über Beteiligungen in VC-Fonds gefördert werden. Dabei werden die Machbarkeit und das Marktpotenzial einer etwaigen, sich am erfolgreichen[2] INVEST-Programm orientierenden, Förderung genauer beleuchtet. Im Rahmen der Studie wurde zunächst neben ausländischen VC-Förderungen der deutsche Wagniskapitalmarkt basierend auf öffentlich zugänglichen Quellen sowie auf Basis von Primärdaten charakterisiert. Basierend auf diesen Erkenntnissen, gesetzlichen und vom BMWi gesetzten Rahmenbedingungen sowie Gesprächen mit dem BAFA und der BaFin wurde ein erstes Förderkonzept erarbeitet. Dieses wurde im Rahmen von zahlreichen Interviews mit Managern aktiver deutscher VC-Fonds und einem Workshop kritisch hinterfragt und auf seine Machbarkeit und sein Marktpotenzial untersucht. Die einbezogenen Marktteilnehmer reichten dabei von Managern klein-volumiger Frühphasenfonds bis hin zu Managern großer deutscher VC-Fonds, sodass die gesamte Breite des deutschen Marktes berücksichtigt wurde.

Abbildung 1: Schematische Darstellung der angewandten Methodik

[1] www.invest-wagniskapital.de

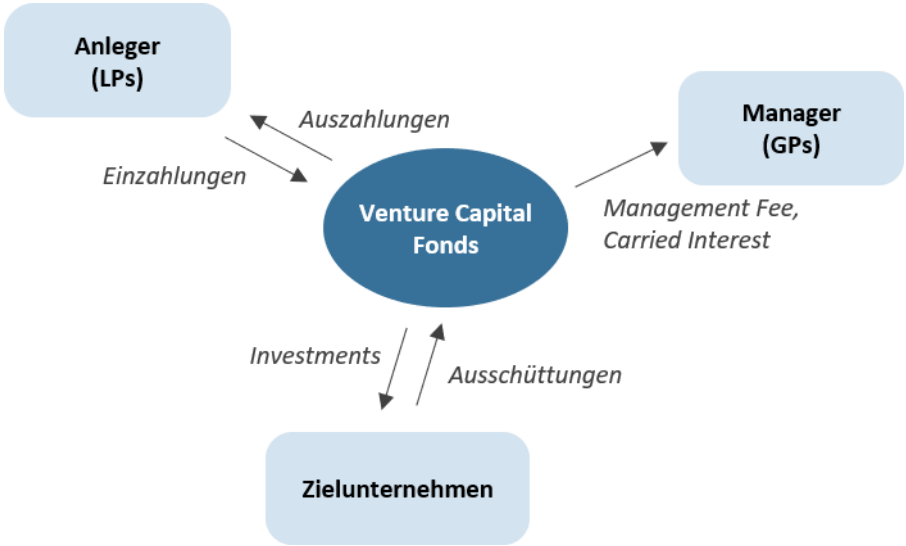
[2] ZWE: *„Evaluation des Förderprogramms ‚INVEST – Zuschuss für Wagniskapital'"* (2016)

2. Allgemeine Zusammenhänge und rechtliche Rahmenbedingungen

2.1 Grundprinzipien und Kapitalflüsse im VC-Fondsgeschäft

Venture Capital-Fonds investieren in junge, meist technologieorientierte Unternehmen, die hohe Wachstumspotenziale haben. Hierfür stellen Anleger, auch Limited Partner (LPs) genannt, Kapital bereit, das in einem Venture Capital-Fonds gebündelt wird. Der VC-Fonds wird von einer Managementgesellschaft verwaltet, die im KAGB „Kapitalverwaltungsgesellschaft" (KVG) und international „Manager" oder „General Partner" (GP) genannt wird. Der Manager trifft für den VC-Fonds die Entscheidungen über Investitionen in die Zielunternehmen (Portfoliounternehmen).

Abbildung 2: Zusammenspiel von Investoren, Managern und Zielunternehmen eines VC-Fonds Anlegers



Die übliche Kompensationsstruktur des Managements besteht aus einer fixen laufenden Verwaltungsvergütung, der *Management Fee,* und einer Erfolgsbeteiligung, dem *Carried Interest*. Die ***Management Fee*** dient der Deckung der laufenden Kosten des Managers, etwa für seine Angestellten und Büros, und beträgt meist **2 % p.a. des Fondsvolumens während der Investitionsphase.** [3] Typischerweise reduziert sich die Management Fee nach Ablauf der Investitionsphase (also etwa nach fünf Jahren der Fondslaufzeit), entweder durch Umstellung der Bemessungsgrundlage auf das noch investierte Kapital (anstelle des gezeichneten Kapitals) oder durch eine Reduzierung des Prozentsatzes, etwa um 0,2 Prozentpunkte p.a., oder durch eine Kombination aus beiden Mechanismen. Daneben erhält das Managementteam einen sogenannten **Carried Interest** oder Carry, eine Erfolgsbeteiligung, die in der Regel **20 % des Gesamtgewinns des Fonds** beträgt.[4] Die übrigen 80 % des Gesamtgewinns fließen an die Investoren. Der Carried Interest wird typischerweise aber erst dann gewährt, wenn die Investoren eine bestimmte Mindestrendite, die sog. **Hurdle Rate (Vorzugsrendite)** erzielt haben. Die Hurdle Rate beträgt bei Venture Capital-Fonds in der Regel **6-8 % p.a**. auf das eingezahlte und noch nicht zurückgezahlte Kapital.[4] Der Carried

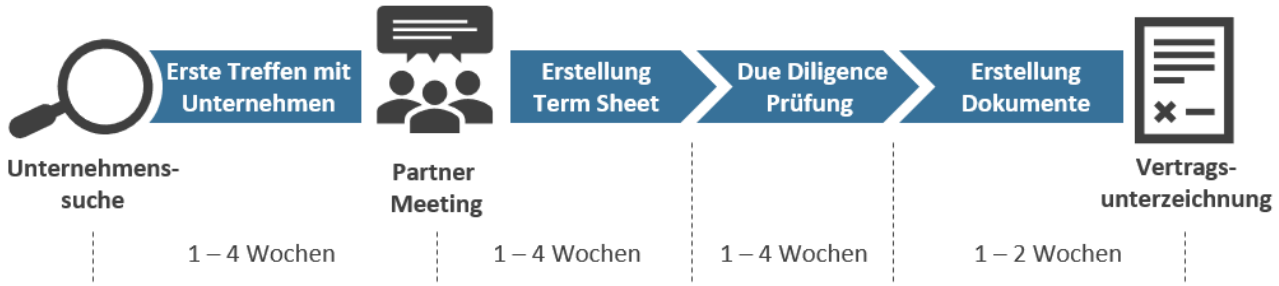
[3] A. Metrick, A. Yasuda: *"The Economics of Private Equity Funds"* (2009) und eigene Markterfahrung
[4] Weitnauer: *„Handbuch Venture Capital"* (2019)

Interest wird allerdings in aller Regel nach Überschreiten des Schwellenwertes auf den Betrag der Vorzugsrendite nachberechnet (sog. Catch-up). Der Vorteil aus der Hurdle Rate wird damit neutralisiert, wenn der Fonds ausreichend erfolgreich ist; im Ergebnis gilt dann nur die 80/20-Verteilung des Gesamtgewinns.

VC-Fonds sind in aller Regel geschlossene Fonds, bei denen eine feststehende Kapitalsumme von den Anlegern eingeworben wird. Die Rückgabe von Anteilen an die VC-Fonds (dies wäre Kennzeichen eines offenen Fonds) ist nicht möglich. Über die **Laufzeit** eines Fonds, die typischerweise mit 10 Jahren vorgesehen ist (häufig mit Verlängerungsoption von 2 x 1 Jahr), fließt eine Vielzahl von Zahlungsströmen – sowohl in den Fonds als auch aus dem Fonds heraus. Während der **Investitionsphase** tätigt der Fonds Investitionen in Zielunternehmen. Die Investitionsphase beträgt bei VC-Fonds typischerweise drei bis fünf Jahre. Während dieser Phase investiert der Fonds in etwa 10 bis 20 Unternehmen mit großem Wachstumspotenzial. Für die Investitionen ruft der Fonds von seinen Anlegern das notwendige Kapital schrittweise mit mehreren Kapitalabrufen (**Capital Calls)** ab. Diese erfolgen in der Regel nach Liquiditätsbedarf über die Fondslaufzeit verteilt mit einem Schwerpunkt in der Investitionsphase, was typischerweise zu 15 bis 20 unterschiedlich hohen Capital Calls führt. Einzelne Fonds, vor allem solche, die auf Privatpersonen als Investoren abzielen, sehen hingegen feste Kapitalabrufe vor, beispielsweise vier Kapitalabrufe von je 25 % des Zeichnungskapitals. Die Volleinzahlung des Zeichnungskapitals bei Beitritt ist für VC-Fonds unüblich. Fondsmanager haben nach vielen Fondsverträgen einen Anreiz, den Liquiditätsbestand des Fonds gering zu halten und nur abzurufen, was nötig ist.

In der meist drei- bis fünf-jährigen Investitionsphase tätigt der VC-Fonds zunächst seine Erstinvestments in Portfoliounternehmen. Der Entscheidungsprozess, ob der Fonds in ein Unternehmen investieren soll, ist exemplarisch in Abbildung 3 dargestellt. Der Zeitraum zwischen ersten Gesprächen und der notariell beglaubigten Unterzeichnung des Vertrags beträgt oft nur wenige Wochen. Der Prozess beinhaltet unter anderem die Erstellung eines Term Sheets, das die ersten Rahmenbedingungen für die folgenden Verträge zwischen Start-Up und VC-Fonds festlegt. Im Rahmen einer Due Diligence erfolgt eine detaillierte Prüfung des Unternehmens, die bei positivem Ergebnis schließlich in einer Beteiligung resultiert.

Abbildung 3: Exemplarischer Investitionsprozess



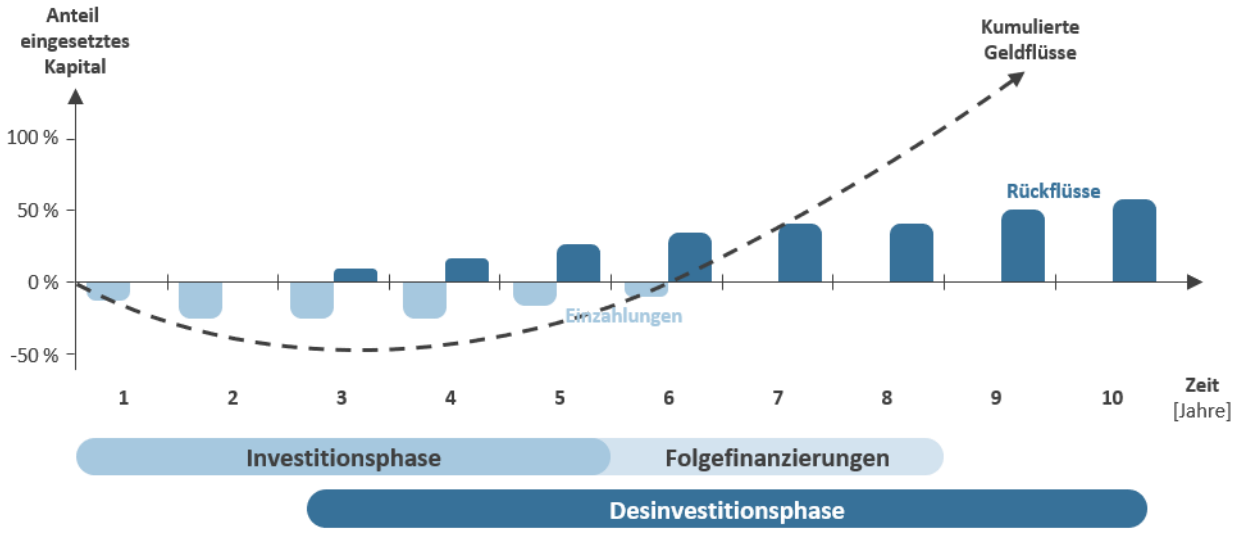
Die Entscheidung, ob es zur Investition kommt, hängt dabei von Faktoren wie dem Managementteam des Unternehmens, dem Wachstumspotenzial, dem Produkt oder der Dienstleistung selbst und finanziellen Faktoren ab.

Während und auch nach Ablauf der Investitionsphase schließen sich häufig noch **Folgefinanzierungen** in einzelne Portfoliounternehmen an, die sich besonders vielversprechend

entwickeln. Investitionen in neue Unternehmen erfolgen nach Ablauf der Investitionsphase nicht mehr. Neben der Zeichnung von neu ausgegeben Unternehmensanteilen, oft im Rahmen mehrerer Finanzierungsrunden, können VC-Fonds auch bestehende Anteile anderer Investoren (sog. Secondaries) erwerben und Wandeldarlehen (Convertible Loans) an Portfoliounternehmen vergeben. So ist es in der Praxis nicht unüblich, dass mehrere zeitlich getrennte Investments eines VC-Fonds in ein einzelnes Portfoliounternehmen fließen.

Desinvestitionen durch Verkäufe folgen überwiegend nach Abschluss der Investitionsphase (also etwa ab Jahr 6 der Fondslaufzeit), teilweise aber auch schon, während noch weitere Investitionen vom Fonds getätigt werden. Die Erlöse der Unternehmensverkäufe fließen in der Regel direkt nach Vereinnahmung an die Anleger zurück; nach vollständiger Rückführung des eingezahlten Kapitals und Überschreiten der Hurdle Rate jedoch nur noch zu 80 %, wobei die verbleibenden 20 % als Carried Interest an das Management gehen. In begrenztem Umfang (oft bis zu 20 % des Fondsvolumens) ist der Fonds berechtigt, Erlöse aus Veräußerungen einzubehalten und in andere Beteiligungen zu investieren (sog. Re-Investitionen). Im Regelfall gilt aber, dass der Fonds vereinnahmte Erlöse unverzüglich ausschüttet. Abbildung 4 zeigt schematisch die Phasen von Investitionen, Desinvestitionen sowie Kapitalflüssen. Die kumulierten Kapitalflüsse von und an die Anleger werden hierbei oft als J-Kurve bezeichnet.

Abbildung 4: Kapitalflüsse aus Anleger-Sicht



2.2 Rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen in Deutschland

Für die Kategorisierung von Venture Capital-Fonds und Anlegern folgt diese Studie weitgehend den Begriffen, die in Deutschland durch das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) vorgegeben sind. Diese Begriffe sind nicht immer deckungsgleich mit den im Markt gebräuchlichen Begriffen und dem allgemeinen Sprachverständnis. Die wichtigsten hierin verwendeten Begriffe sind:

Tabelle 1: Definition und Erläuterung wichtiger Begriffe

Begriff	Gesetzliche Definition	Erläuterungen
Alternativer Investment-fonds (AIF)	Jedes Investmentvermögen, das kein OGAW ist (§ 1 Abs. 3 KAGB)	Übliche Private Equity- und Venture Capital-Fonds sind immer AIF (jedenfalls nie OGAW)
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (Richtlinie 85/611/EWG des Rates vom 20. Dezember 1985)	Investmentfonds, die in (handelbare) Wertpapiere und Finanzinstrumente investieren. Wegen der Beschränkung auf handelbare Finanzinstrumente können VC-Fonds keine OGAW sein.
Spezial-AIF	Jeder Alternative Investmentfonds, der nur professionelle und semi-professionelle Anleger aufnimmt (§ 1 Abs. 6 KAGB)	Nahezu alle in Deutschland aufgelegten, direktinvestierenden Venture Capital-Fonds sind Spezial-AIF
Publikums-AIF	Jeder Alternative Investmentfonds, der kein Spezial-AIF ist (§ 1 Abs. 6 S. 2 KAGB)	Jeder Fonds, der Privatanleger (d. h. Anleger mit Zeichnungssummen von weniger als EUR 200.000 / 100.000) aufnehmen will.
Dachfonds		Fonds, dessen Anlageobjekte andere Fonds (Zielfonds) sind. Diese Zielfonds investieren ihrerseits direkt in Unternehmen. Es entsteht eine doppelstöckige Fondsstruktur.
Feeder-AIF	Ein AIF, der mindestens 85 % seines Wertes in Anteilen eines Master-AIF anlegt (§ 1 Abs. 19 Nr. 13 KAGB)	Ein Feederfonds investiert, ebenso wie ein Dachfonds, in andere Fonds, sodass eine doppelstöckige Struktur entsteht. Allerdings hat der Feederfonds nur einen Zielfonds, genannt Masterfonds.
Master-AIF	AIF, an dem ein Feeder-AIF Anteile hält (§ 1 Abs. 19 Nr. 14 KAGB)	Ein Masterfonds wird über einen oder mehrere Feederfonds kapitalisiert.
Offener AIF	AIF, dessen Anteile vor Beginn der Liquidations- oder Auslaufphase auf Ersuchen des Anteilseigners direkt oder indirekt aus den Vermögenswerten des AIF und nach den Verfahren und mit der Häufigkeit, die in den Vertragsbedingungen oder der Satzung, dem Prospekt oder den Emissionsunterlagen festgelegt sind, zurückgekauft oder zurückgenommen werden. (Art. 1 Abs.2 S. 1 Delegierte Verordnung (EU) Nr. 694/2014)	Bei offenen Fonds können die Anteile während der Fondslaufzeit zurückgegeben werden (Rückgaberecht der Anleger). Typischerweise ist die von den Anlegern eingeworbene Kapitalsumme nicht fest und es werden während der Fondslaufzeit beständig weitere Anteile ausgegeben. Für VC-Fonds kommt eine solche Struktur schon wirtschaftlich regelmäßig nicht in Betracht, weil sie in illiquide Assets investieren und bei Ausübung eines Rückgaberechts nicht kurzfristig Liquidität generieren können.
Geschlossene AIF	Alle AIF, die keine offenen AIF sind (§ 1 Abs. 5 KAGB)	Ein geschlossener AIF hat ein festes, von den Anlegern zugesagtes Kapital und prinzipiell eine feste Anlegerstruktur. Die Fondsanteile können von den Anlegern nicht zurückgegeben werden. Alle typischen VC-Fonds sind geschlossene AIF.

Die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Auflage von Venture Capital-Fonds sind komplex. Zahlreiche Einschränkungen durch das KAGB führen in der Praxis dazu, dass die meisten direktinvestierenden Venture Capital-Fonds als **geschlossene Spezial-AIF** aufgelegt und von einem registrierten Manager (§ 2 Abs. 4 KAGB bzw. EuVECA-VO) verwaltet werden. Abweichende Gestaltungen sind entweder rechtlich ausgeschlossen, mit dem wirtschaftlichen Modell eines Venture Capital-Fonds nicht vereinbar oder zumindest unverhältnismäßig aufwändig und dadurch unüblich.

Für Venture Capital-Fonds in Deutschland sind in aller Regel die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des KAGB anwendbar, da sie die Tatbestandsmerkmale der Definition des Investmentvermögens erfüllen (§ 1 Absatz 1 Satz 1 KAGB). Hiernach ist ein Investmentvermögen jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist. Investmentvermögen sind nach dem KAGB entweder Organismen für gemeinsame Anlagen von Wertpapieren (OGAW) oder Alternative Investmentfonds (AIF). Da OGAW vorwiegend in handelbare (börsennotierte) Wertpapiere investieren, können Venture Capital-Fonds, die gerade auf nicht-börsennotierte Beteiligungen abzielen, keine OGAW sein und sind dementsprechend AIF.

AIF können entweder als **offene oder geschlossene AIF** auftreten. Offene AIF sind Alternative Investmentfonds, deren Anteile vor Beginn der Liquidations- oder Auslaufphase auf Ersuchen eines Anteilseigners direkt oder indirekt aus den Vermögenswerten des AIF zurückgekauft oder zurückgenommen werden (§ 1 Abs. 4 Nr. 2 KAGB in Verbindung mit Artikel 1 Absatz 2 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 694/2014 der Kommission). Kennzeichen für einen offenen AIF ist also das Bestehen eines **Rückgaberechts der Anleger**. Geschlossene AIF sind (negativ abgegrenzt) alle AIF, die keine offenen AIF sind (§ 1 Absatz 5 KAGB). Da Venture Capital-Fonds in nicht börsennotierte Beteiligungen investieren, können sie ihren **Anlegern typischerweise keine Rückgaberechte** gewähren und sind somit geschlossene Fonds. Denn sie können ihre Beteiligungen nicht kurzfristig veräußern, um Liquidität für die Abfindung ausscheidender Anleger zu generieren. Geschlossene inländische Investmentvermögen dürfen nach § 139 KAGB nur als Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital oder als geschlossene Investmentkommanditgesellschaft aufgelegt werden. Aus steuerlichen Gründen und wegen der größeren Flexibilität der Rechtsform werden Venture Capital-Fonds meist nicht als Aktiengesellschaft, sondern als Kommanditgesellschaft aufgelegt.

Je nach angesprochenem Anlegerkreis werden **AIF als Spezial- oder Publikums-AIF** eingestuft. Der Erwerb von Anteilen an Spezial-AIF steht nur professionellen oder semi-professionellen Anlegern offen (§ 1 Absatz 6 Satz 1 KAGB). Alle übrigen AIF sind Publikums-AIF (§ 1 Absatz 6 Satz 2 KAGB). Während sich der Begriff der **professionellen Anleger** nach europarechtlichen Vorgaben richtet (§ 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB verweist auf Anhang II der MiFiD-Richtlinie (Markets in Financial Instruments Directive)), ist der **semi-professionelle Anleger** eine eigenständige Kategorie des deutschen Rechts (§ 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB). Semi-professionelle Anleger werden anhand von folgenden Merkmalen definiert: Der Investor muss sich verpflichten, mindestens EUR 200.000 zu investieren, er muss schriftlich bestätigen, sich der mit der Investition zusammenhängenden Risiken bewusst zu sein und hinreichende Erfahrungen und Kenntnisse mit der Investitionen zu haben. Diese Einstufung muss die AIF-Verwaltungsgesellschaft im Anleger rückbestätigen; der Manager darf sich also nicht allein auf

die Selbsteinschätzung des Anlegers verlassen. Eine Ausnahme von der Mindestbeteiligungssumme von EUR 200.000 gilt für Mitarbeiter des Fondsmanagements, soweit sie einen wesentlichen Einfluss auf den Fonds haben. Vor allem die Verpflichtung, mindestens EUR 200.000 zu investieren, ist entscheidend für die Abgrenzung zum Privatanleger. **Privatanleger** sind (negativ abgegrenzt) alle Anleger, die weder professionelle noch semi-professionelle Anleger sind (§ 1 Abs. 19 Nr. 31 KAGB). Der Begriff des Privatanlegers im Sinne des KAGB ist nicht gleichzusetzen mit natürlichen Personen. Juristische Personen, die weniger als EUR 200.000 investieren, sind ebenfalls Privatanleger im Sinne des KAGB. Andererseits ist eine natürliche Person, die mehr als EUR 200.000 investiert (und die weiteren Voraussetzungen erfüllt), kein Privatanleger. Marktüblicher als der gesetzliche Begriff „Privatanleger“ sind die Begriffe „Kleinanleger“ oder „Retail-Anleger“, wobei man hier typischerweise von Zeichnungen deutlich unter EUR 200.000 ausgeht.

Tabelle 2: Definition und Erläuterung wichtiger Anlegerbegriffe

Begriff	Gesetzliche Definition	Erläuterungen
Privatanleger	Jeder Anleger, der nicht die Qualifikation als professioneller oder semi-professioneller Anleger erfüllt (§ 1 Abs. 19 Nr. 31 KAGB)	Im Regelfall sind dies Anleger, die weniger als EUR 200.000 in einen Fonds investieren. Privatanleger dürfen nur in Publikums-AIF investieren und nicht in Spezial-AIF. Marktüblich und besser verständlich sind die Begriffe „Kleinanleger“ oder „Retail-Anleger“, wobei man typischerweise von Zeichnungen deutlich unter EUR 200.000 ausgehen würde. Ein Privatanleger im Sinne des KAGB muss keine natürliche Person sein und umgekehrt sind nicht alle natürlichen Personen automatisch Privatanleger (sie können auch professionelle oder semi-professionelle Anleger sein). In der EuVECA-VO ist der Begriff Privatanleger nicht ausdrücklich definiert. Für Zwecke dieser Studie behandeln wir (entsprechend der Systematik der EuVECA-VO) alle Anleger als Privatanleger, die weniger als EUR 100.000 investieren (oder keine hinreichende Erfahrung haben). Sowohl nach dem KAGB als auch nach der EuVECA-VO können Mitglieder des Fondsmanagement-Teams den Status als semi-professionelle Anleger erlangen, auch wenn sie weniger als EUR 200.000 / 100.000 investieren.
Professioneller Anleger	§ 1 Abs. 19 Nr. 32 KAGB mit Verweis auf Anhang II der MiFID-Richtlinie (Richtlinie 2014/65/EU)	Ein professioneller Anleger ist ein Anleger, der über ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügt, um seine Anlageentscheidung selbst treffen und die damit verbunden Risiken angemessen beurteilen zu können. Hierfür muss der Anleger eine der in Anhang II der MiFiD II-Richtlinie vorgegebenen Kategorien erfüllen: 1) Rechtssubjekte, die zugelassen sein oder unter Aufsicht stehen müssen, um an den Finanzmärkten tätig werden können 2) Große Unternehmen, die Kriterien wie eine Bilanzsumme von EUR 20.000.000, einen Nettoumsatz von EUR 40.000.000, Eigenmittel von EUR 2.000.000 erfüllen 3) Nationale und regionale Regierungen einschließlich staatlicher Schuldenverwaltung 4) Andere institutionelle Anleger, deren Haupttätigkeit in der Anlage von Finanzinstrumenten liegt. Eine Einstufung als professioneller Anleger kann außerdem auf Antrag erfolgen. Eine derartige Beurteilung erfolgt jedoch nur, wenn besondere Kriterien erfüllt sind.

		Professionelle Investoren sind in erster Linie institutionelle Anleger wie Banken, Versicherungen und Investmentfonds. Ebenfalls erfasst sind Großunternehmen bei Überschreitung bestimmter Schwellenwerte. Auch natürliche Personen können sich als professionelle Anleger einstufen lassen. Die Definition im KAGB und in der EuVECA-VO ist wegen des Verweises auf die europäische MiFID-Richtlinie deckungsgleich.
Semi-professioneller Anleger	§ 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB	Das KAGB setzt für semi-professionelle Anleger im Regelfall eine Untergrenze der Zeichnungssumme von EUR 200.000. Nach der EuVECA-VO sind semi-professionelle Anleger ab EUR 100.000 zugelassen, wobei diese Anlegerkategorie dort keine eigene Bezeichnung hat. In beiden Fällen muss der Anleger zudem bestätigen, dass er Kenntnisse und Erfahrungen in der relevanten Anlageklasse hat und die Risiken versteht.

Das KAGB stellt unterschiedliche Registrierungs- bzw. Erlaubnisanforderungen an die Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG oder Fondsmanager) eines AIF. Ein schnelles und kostengünstiges BaFin-Registrierungsverfahren kann von KVG genutzt werden, die ausschließlich Spezial-AIF verwalten **(Registrierung nach § 2 Absatz 4 KAGB)**. Wenn diese Kapitalverwaltungsgesellschaften bei ihren Fonds keine Fremdfinanzierung (Leverage) einsetzen, dürfen sie insgesamt Fonds mit Vermögenswerten von bis zu EUR 500 Millionen verwalten (Assets under Management). Diese Obergrenze bezieht sich kumulativ auf sämtliche von der KVG verwalteten Fonds. Wird Leverage eingesetzt, darf die KVG Fonds mit Vermögenswerten bis zu EUR 100 Millionen verwalten. Da der Einsatz von Leverage bei Venture Capital-Fonds sehr unüblich ist, ist die praktisch relevante Obergrenze bei EUR 500 Millionen, die die meisten deutschen Venture Capital-Fondsmanager bei weitem nicht erreichen. Der Vertrieb von Fondsanteilen ist bei einer Registrierung nach § 2 Absatz 4 KAGB nur an in Deutschland ansässige Anleger mit einer Mindestzeichnungssumme von EUR 200.000 sowie in andere Mitgliedsstaaten der EU und in Drittstaaten zulässig, aber jeweils nur, wenn die ausländische Rechtsordnung des Ziellandes dies zulässt. Für KVG mit einer Registrierung nach § 2 Abs. 4 KAGB besteht **kein europäischer Pass** für den grenzüberschreitenden Vertrieb von Fondsanteilen.

Parallel zum Inkrafttreten des KAGB Mitte 2013 wurde auf EU-Ebene mit der Verordnung über **Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA)** die Möglichkeit geschaffen, einen Venture Capital-Fonds als sog. EuVECA-Fonds aufzusetzen. EuVECA-Fonds unterliegen einem EU-weit harmonisierten Aufsichtsregime. Sie müssen mindestens 70 % ihres Kapitals in Vermögenswerte investieren, die qualifizierte Anlagen in qualifizierten Portfoliounternehmen sind. Als qualifizierte Portfoliounternehmen zählen Unternehmen, die zum Zeitpunkt der Investition nicht für den Handel an einem geregelten Markt oder in einem multilateralen Handelssystem zugelassen sind (d.h. nicht-börsennotierte Unternehmen) und die bis zu 499 Personen beschäftigen (Artikel 3 d) EuVECA-VO). Kleine und mittlere Unternehmen (KMU) mit einer Börsenkapitalisierung von weniger als EUR 200 Millionen sind ebenfalls qualifizierte Portfoliounternehmen. Qualifizierte Anlagen sind Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Instrumente, die vom qualifizierten Portfoliounternehmen begeben und von diesem direkt erworben werden (Art. 6 e) EuVECA-VO). Typische Venture Capital-Fonds erfüllen diese Voraussetzungen ohne Probleme.

Das KAGB findet nur sehr eingeschränkt Anwendung für EuVECA-Fonds. Im KAGB ist nur das Registrierungsverfahren für die Managementgesellschaft geregelt (§ 2 Abs. 6 i.V.m. 44 KAGB), das

auch für EuVECA-Manager bei der BaFin durchgeführt wird. Die materiellen Regeln des KAGB sind aber auf EuVECA-Fonds nicht anwendbar (§ 2 Abs. 6 KAGB). Insoweit gilt die EuVECA-VO als unmittelbares Europarecht.

EuVECA-Fonds dürfen ebenfalls nur von professionellen und semi-professionellen Anlegern erworben werden. Der Begriff des professionellen Anlegers deckt sich hierbei (wie im KAGB) mit dem der MiFiD-Richtlinie. Die semi-professionellen Anleger sind in der EuVECA-VO nicht ausdrücklich so bezeichnet, aber als vergleichbare Anlegerklasse zugelassen (Artikel 6 Abs. 1 EuVECA-VO). Diese Anleger müssen sich im Regelfall verpflichten, mindestens EUR 100.000 zu investieren (Artikel 6 Absatz 1 a) EuVECA-VO). Auch EuVECA-Fonds stehen deshalb Klein- bzw. Retail-Anlegern nicht offen. Ein großer Vorteil der EuVECA-Registrierung gegenüber der Registrierung nach § 2 Abs. 4 KAGB liegt darin, dass EuVECA-Fonds mit einem **europäischen Pass** in der gesamten EU vertrieben werden dürfen. Daneben wird auch die die Einbeziehung der semi-professionellen Anleger nach der EuVECA-VO mit einer **Mindestzeichnungssumme von EUR 100.000** als Vorteil angesehen. Auch nach der EuVECA-VO gilt ein Maximalvolumen aller verwalteten Fonds desselben Managers von EUR 500 Millionen.

Um eine Anwendung der Regelungen der EuVECA-VO zu erreichen, muss sich die KVG nach der EuVECA-VO registrieren lassen. Dieses Verfahren wird in Deutschland ebenfalls bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) durchgeführt. Sowohl das Registrierungsverfahren nach § 2 Absatz 4 KAGB als auch die Registrierung nach der EuVECA-VO ziehen nur geringe Folgepflichten in Bezug auf die Verwaltung der Fonds nach sich. Da die Registrierung nach der EuVECA-VO zwar aufwendiger ist als nach § 2 Abs. 4 KAGB, aber mit dem europäischen Pass und der geringeren Mindestzeichnungssumme zwei wesentliche Vorteile bietet, dürfte die Bedeutung des EuVECA-Regimes weiter zunehmen. In vielen Fällen lassen sich neugegründete Managementgesellschaften zunächst in Deutschland nach § 2 Abs. 4 KAGB registrieren und schwenken dann nach einigen Jahren auf eine Registrierung als EuVECA-Manager um.

Neben der Registrierung nach § 2 Abs. 4 und nach der EuVECA-VO existiert auf nationaler Ebene noch ein Registrierungsverfahren für KVG, die unterhalb eines Schwellenwertes von EUR 100 Millionen Publikums-AIF verwalten wollen (**Registrierung nach § 2 Absatz 5 KAGB**). Allerdings muss die KVG dafür die Vorgaben des KAGB zur Verwahrstelle, zur Aufstellung eines Verkaufsprospekts und die Produktvorschriften für Publikums-AIFs einhalten. Dies hat sich für Venture Capital-Fonds in Deutschland als zu aufwändig herausgestellt, sodass die Registrierung nach § 2 Abs. 5 KAGB bislang in der Praxis kaum eine Rolle spielt. Es gibt zudem aktuelle Bestrebungen, dieses Registrierungsregime abzuschaffen.

KVG, die Spezial-AIF mit einem Volumen von insgesamt mehr als EUR 500 Millionen oder Publikums-AIF mit einem Volumen von insgesamt mehr als EUR 100 Millionen verwalten, müssen eine **Vollerlaubnis** gemäß § 20 KAGB erlangen. Dieses Erlaubnisverfahren ist **sehr aufwändig**, erfordert eine deutlich größere interne Organisation der KVG und zieht umfangreiche Berichts- und Informationspflichten sowie Produktvorschriften nach sich. Die Vertriebs- und Produktvorschriften sind dabei für Publikums-AIF noch einmal deutlich strenger als für Spezial-AIF. Aufgrund dieser aufsichtsrechtlichen Bestimmungen sind in Deutschland Venture Capital-Fonds praktisch nicht als Publikums-AIF zu finden. Bei einem verwalteten Volumen von weniger als EUR 500 Millionen lohnt

es sich für die Managementgesellschaften schlicht nicht, die erheblichen zusätzlichen Anforderungen zu erfüllen, um das vergleichsweise kleine Segment der Privatanleger zu adressieren. Alle semi-professionellen und professionellen Anleger können hingegen mit dem deutlich weniger aufwändigen Registrierungsverfahren nach § 2 Absatz 4 KAGB oder nach der EuVECA-VO angesprochen werden. Für die Verwaltung von Spezial-AIF durch eine KVG mit Vollerlaubnis besteht schließlich in Deutschland deshalb kaum eine Notwendigkeit, weil derzeit noch sehr wenige KVG nah oder über der Schwelle von EUR 500 Mio. an verwaltetem Vermögen liegen.

Alternative Investmentfonds (Publikums-AIF wie auch Spezial-AIF) können ferner nach ihrer Investitionsstruktur in **direktinvestierende Fonds** (die sich an einzelnen Portfoliounternehmen beteiligen) und **Dachfonds** (die sich an anderen Fonds, den sog. Zielfonds beteiligen) unterteilt werden. Für Spezial-AIF sind beide Investitionsstrukturen zulässig; für Publikums-AIF bestehen hingegen Einschränkungen.

Der Vorteil eines Investments in einen Dachfonds besteht einerseits darin, dass durch die Verteilung des Investments auf mehrere Zielfonds das Anlagerisiko weiter gestreut wird (Diversifizierung). Darüber hinaus verfügt ein spezialisierter Dachfondsmanager in der Regel über einen besseren Marktüberblick und mehr Erfahrung bei der Auswahl von Zielfonds. Wesentlicher Nachteil ist, dass der Dachfonds eine zusätzliche Kosten- und Gebührenebene bildet. Wegen des geringeren Ausfallrisikos sind Dachfondsstrukturen wirtschaftlich für Investitionen von Privatanlegern grundsätzlich gut geeignet. Dachfonds haben in der Regel auch die Kapazitäten und Systeme, eine Vielzahl von Kleinanlegern zu verwalten. Die Mindestzeichnungssummen von Publikums-Dachfonds beginnen meist bei EUR 10.000 bis 20.000 und sind damit für durchschnittliche Privatpersonen geeignet. Durch die Bündelung vieler Privatanlegerinvestments kann der Dachfonds grundsätzlich auch die Mindestzeichnungssummen bei den Zielfonds (bei denen es sich um Spezial-AIF handeln wird) erreichen.

Es bestehen jedoch wesentliche **aufsichtsrechtliche Einschränkungen für Publikums-Dachfonds**, die die Errichtung von Publikums-Dachfonds im Bereich Venture Capital so schwierig machen, dass auf dem deutschen Markt – soweit erkennbar – keine Angebote bestehen. Zum einen sind die allgemeinen Anforderungen an Publikums-AIF sehr hoch, insbesondere durch die Notwendigkeit einer Vollerlaubnis für die Kapitalverwaltungsgesellschaft, der Aufstellung eines Verkaufsprospekts und der Beauftragung einer Verwahrstelle. Diese Anforderungen machen Publikums-Dachfonds sehr teuer. Eine sehr spezielle Einschränkung besteht darin, dass ein Dachfonds als Publikums-AIF zwar Anteile an geschlossenen inländischen Spezial-AIF als Zielfonds erwerben darf (§ 261 Nr. 6 KAGB), es sich hierbei allerdings um Spezial-AIF handeln muss, deren KVG eine Vollerlaubnis besitzen (§ 20 KAGB). Diese sind auf dem Markt jedoch kaum vertreten. Die Anforderung ergibt sich aus der Gesetzessystematik von § 261 Nr. 6 und § 2 Absatz 4, 5 KAGB. Vereinfacht ausgedrückt: Ein Publikums-Dachfonds ist in der **Auswahl seiner Zielfonds** stark eingeschränkt und gerade die typischen VC-Fonds in Deutschland sind als Zielfonds ausgeschlossen. Auf dem derzeitigen deutschen Markt stehen also faktisch dem Privatanleger Investitionen in VC-Fonds nicht mittelbar über Publikumsdachfonds offen. Direktinvestierende Publikums-AIF, die Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen erwerben, sind hingegen rechtlich zulässig (§ 261 Absatz 1 Nr. 4 KAGB), existieren aber nur sehr vereinzelt.

Strukturell denkbar und zumindest theoretisch für Publikumsanleger geeignet sind sog. **Master-Feeder-Strukturen**. Ein Feeder-AIF bündelt dabei die Investitionen mehrerer Anleger und investiert in einen einzelnen Zielfonds, den Master-AIF (§ 1 Abs. 19 Nr. 13, 14 KAGB). Gesetzlich liegt ein Feeder-AIF vor, wenn 85 % des Wertes in einem Master-AIF angelegt sind. Die Master-Feeder Struktur ist theoretisch dafür geeignet, Kleinanleger im Feederfonds aufzunehmen, um anschließend in Fonds mit höheren Zeichnungssummen zu investieren. Allerdings ist es gesetzlich verboten, einen Publikums-AIF als Feeder-AIF einer Master-Feeder Konstruktion einzusetzen (§ 261 Abs. 8 KAGB). Das Gesetz will damit offenbar verhindern, dass Privatanleger wirtschaftlich mit derselben Risikostruktur investieren wie semi-professionelle oder professioneller Anleger. Jedoch ist diese Wertung schwer nachvollziehbar, wenn gleichzeitig direkt investierende Publikums-AIF zulässig sind. Festzuhalten bleibt aber, dass nach der derzeitigen Gesetzeslage eine Einbeziehung von Privatanlegern auch über Master-Feeder-Strukturen faktisch nicht in Frage kommt.

Investmentfonds können prinzipiell in **Gesellschaftsform** (etwa als Kommanditgesellschaft oder Aktiengesellschaft) organisiert werden oder als **investmentrechtliches Sondervermögen**. Das Sondervermögen ist das klassische Rechtskleid der offenen Aktien- und Immobilienfonds und im allgemeinen Verständnis das eigentliche Grundmodell eines Investmentfonds. Hierbei ist der Fonds keine Gesellschaft, sondern lediglich eine Vermögensmasse, die von einer Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet wird. Eine Kapitalverwaltungsgesellschaft kann zahlreiche Sondervermögen auflegen und verwalten. Anteile an Sondervermögen können zum Handel an der Börse zugelassen werden.

Venture Capital-Fonds können in Deutschland jedoch nicht als Sondervermögen aufgelegt werden. Dies ergibt sich aus einer Zusammenschau der §§ 91, 139, 214, 282 Abs. 1, 284 Abs. 3 KAGB[5] und ist auf folgende Gründe zurückzuführen:

- Geschlossene inländische Investmentvermögen dürfen nur als Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital oder als geschlossene Investmentkommanditgesellschaft aufgelegt werden (§ 139 KAGB). Sondervermögen sind damit gerade nicht zulässig. Schon deshalb können Venture Capital-Fonds faktisch nicht als Sondervermögen aufgelegt werden. Denn Venture Capital-Fonds sind ihrer wirtschaftlichen Ausrichtung nach immer geschlossene Fonds, die Anlegern keine Rückgaberechte gewähren (können). Dies folgt daraus, dass sie in illiquide Assets investieren, nämlich nicht-börsennotierte Unternehmensbeteiligungen. Für ein Rückgaberecht müssten sie in erheblichem Umfang Liquidität vorhalten und/oder in der Lage sein, Beteiligungen kurzfristig veräußern zu können.
- Selbst wenn theoretisch ein offener Venture Capital-Fonds (mit Rückgaberecht) errichtet werden würde, könnte er aufgrund anderer gesetzlicher Vorgaben kein Sondervermögen sein. Die gesetzlichen Anlagegrenzen lassen sowohl für offene Publikums-AIF als auch für offene Spezial-AIF eine Venture Capital-Strategie nicht zu, weil Obergrenzen für nicht-börsennotierte Beteiligungen gelten. So dürfen offene Publikums-AIF nur bis zu 10 % in nicht-börsennotierte Unternehmen investieren (§§ 218, 219, 220, 198 Nr. 1 KAGB). Für offene inländische Spezial-AIF gilt eine Obergrenze von 20 % für nicht-börsennotierte Beteiligungen (§ 284 Abs. 3 KAGB). Damit ist eine Venture Capital-Strategie, die typischerweise zu 100 % auf Investments in nicht-börsennotierte Unternehmen abzielt, unmöglich.

[5] Pöllath/Rodin/Wewel/Schwarz van Berk/Euhus: *„Private Equity und Venture Capital Fonds“* [§ 2, Rn. 5] (2018)

3. Profil und Dynamik im deutschen VC-Markt

3.1 Venture Capital als wichtiges Element der Gründerfinanzierung

Volkswirtschaftlich betrachtet ist Wagniskapital eine der treibenden Kräfte hinter Unternehmertum und Fortschritt und liefert den Treibstoff für innovative Zukunftstechnologien. Darüber hinaus ist Wagniskapital der Wegbereiter für junge Unternehmen, die neue Ideen, Technologien und Dienstleistungen vorantreiben, kreative Geschäftsmodelle entwickeln und so die Weichen für die Zukunft stellen. Neben der Schaffung von Arbeitsplätzen sind diese Unternehmen von zentraler Bedeutung für die Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit und des Wachstums einer Volkswirtschaft.

Im Zuge der Entwicklung eines Start-ups durchläuft es verschiedene Finanzierungsphasen. Mit zunehmender Reife des Start-ups wächst in der Regel der Kapitalbedarf während das Kapitalverlustrisiko für den Investor abnimmt, sodass unterschiedliche Investoren in unterschiedlichen Finanzierungsrunden aktiv sind.

Abbildung 5: Charakterisierung unterschiedlicher Finanzierungsphasen[4,6]

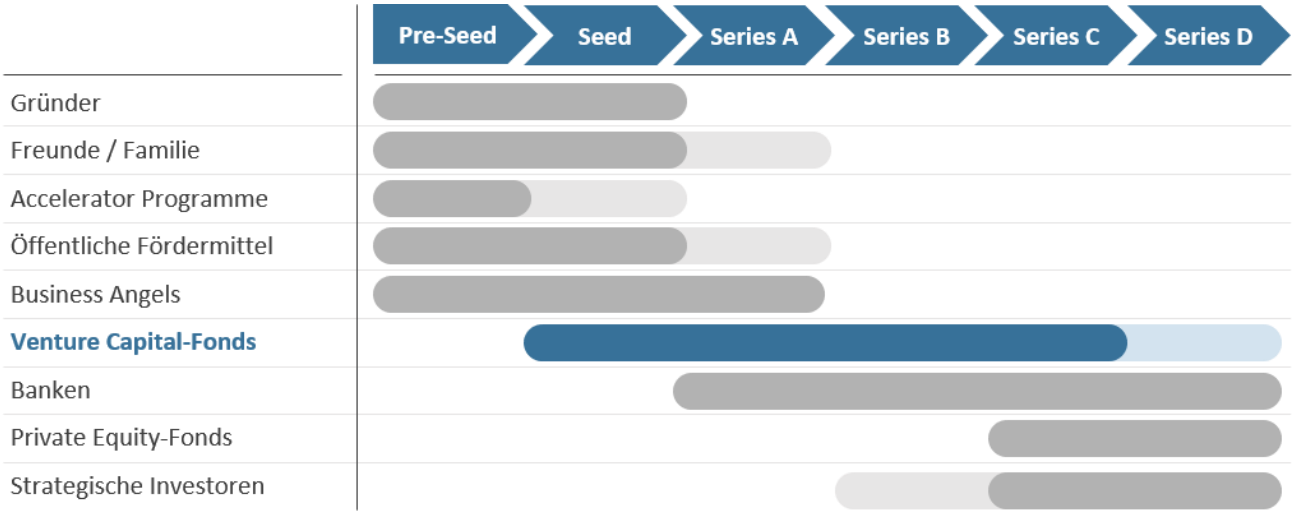
		Finanzierungs-runde [EUR]	Unternehmens-wert [EUR]	Charakteristika
Frühphase	Pre-Seed	< 1 Mio.	≈ 0 – 1 Mio.	▪ Konzept / Prototyp ▪ Kundenermittlung / -validierung ▪ Aufbau des Teams
Frühphase	Seed	< 1Mio.	≈ 1 – 5 Mio.	▪ Aufbau Strukturen / Produktionsanlagen ▪ Produkt oder Dienstleistung teils bereit zum Vertrieb ▪ Management Team teils noch unvollständig
Frühphase	Series A	< 15 Mio.	≈ 5 – 15 Mio.	▪ Konzeptnachweis / Markttauglichkeit des Produkts ▪ Erster kommerzieller Erfolg / Vermarktung / Vertrieb ▪ Nutzer- und Umsatzwachstum ▪ Management Team fast vollständig
Spätphase	Series B	> 10 Mio.	≈ 15 – 60 Mio.	▪ Skalierung des Geschäftsmodells ▪ Voll funktionsfähiges Produkt ▪ Signifikante Durchsetzung des Produkts ▪ Eventuell Expansion in andere Marktbereiche ▪ Management Team vollständig
Spätphase	Series C	> 40 Mio.	≈ 60 – 200 Mio.	▪ Etabliertes Produkt / Dienstleistung großflächig verfügbar ▪ Expansion im Markt und steigende Verkäufe ▪ Möglicherweise profitabel ▪ Gewinnmöglichkeiten vorhanden, aber meist Investition, um Markt zu vergrößern
Spätphase	Series D	> 40 Mio.	> 200 Mio.	▪ Stärkerer Fokus auf Profitabilität ▪ Eventuell Vorbereitung auf Börsengang

[6] U. Reiner: *„Determinants of Venture Capital Performance – Empirical Evidence“* (2013)

Da Wagniskapital auf Grund erhöhter Liquiditätsanforderungen und niedriger Risikobereitschaft nur selten direkt von Banken bereitgestellt wird, ist die finanzielle Unterstützung von privaten Investoren und VC-Fonds unerlässlich für den Erfolg von jungen Unternehmen.

Während in der Seed-Phase der Kapitalbedarf vergleichsweise gering ist und die Finanzierung häufig über Seed-Investoren, Inkubatoren und Preis- oder Fördergelder erfolgt, ist der Kapitalbedarf in den nachfolgenden Phasen, in denen der Markteintritt erfolgt, in der Regel höher. In den Finanzierungsrunden der kapitalintensiven Spätphase bestehen für Unternehmen in Deutschland nicht selten Finanzierungsengpässe. In dieser Phase wird Kapital insbesondere für die Skalierung des Geschäftsmodells und zur Etablierung des Unternehmens am Markt benötigt. Insbesondere in dieser Phase helfen VC-Fonds, jungen Unternehmen Kapital bereitzustellen.

Abbildung 6: Typische Investoren nach Finanzierungsphase[7]

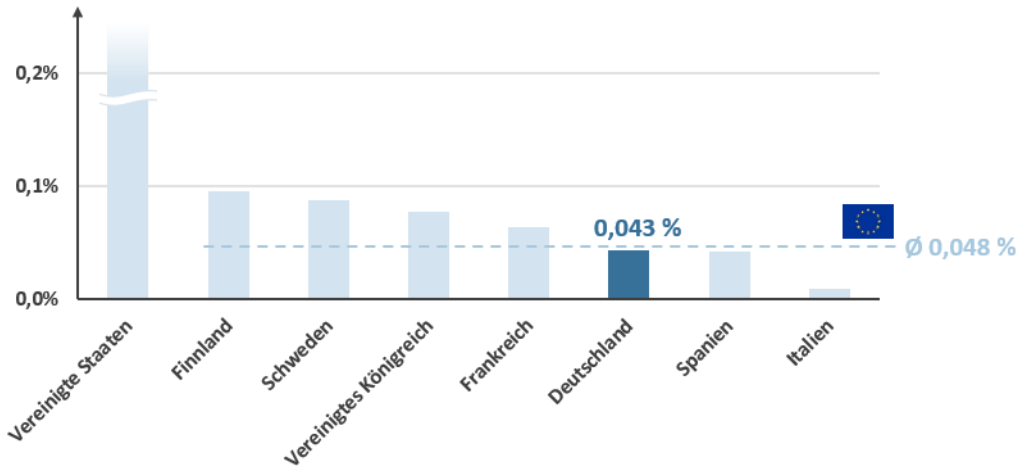


[7] Angelehnt an C.J. Böhner, D. Grichnik: *„Entrepreneurial Finance“* (2005) und eigene Erfahrungen

3.2 Wagniskapital in Deutschland

Der Wagniskapitalmarkt in Deutschland ist im internationalen Vergleich derzeit noch deutlich unterentwickelt, und zwar sowohl im Vergleich mit europäischen Ländern als auch – und erst recht – im Vergleich mit den USA. So fällt bei Betrachtung von Venture Capital-Investitionen auf, dass der Anteil bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Deutschland verglichen mit anderen wichtigen Ländern aus dem EWR gering ist. So liegt Deutschland auf Basis der Daten von Invest Europe mit einem Anteil des investierten Wagniskapitals von 0,043 % am BIP unter dem europäischen Durchschnitt von 0,048 % und weit unter dem Anteil in den Vereinigten Staaten von 0,65 %.[8,9] Folglich besteht noch erhebliches Potenzial bei der Start-up Finanzierung. Grundsätzlich ist bei den dargestellten europäischen Zahlen jedoch zu beachten, dass diese möglichweise das Gesamtvolumen unterschätzen, da bei den Invest Europe-Daten nur Investitionen der im Verband organisierten Unternehmen erfasst werden.

Abbildung 7: Verhältnis VC-Investition (nach Sitz des Portfoliounternehmens) zu BIP in 2018[8,9]



Auch wenn der geringe Anteil der Wagniskapitalinvestitionen am BIP bereits einen ersten Hinweis auf einen Mangel an Wagniskapital in Deutschland liefert, so ist er nicht aussagekräftig genug, um eindeutig auf eine Finanzierungslücke schließen zu können. So könnte das bereitgestellte Beteiligungskapital den deutschen Start-ups dennoch ausreichen, um mit weniger Kapital zum gleichen Resultat zu gelangen.[10]

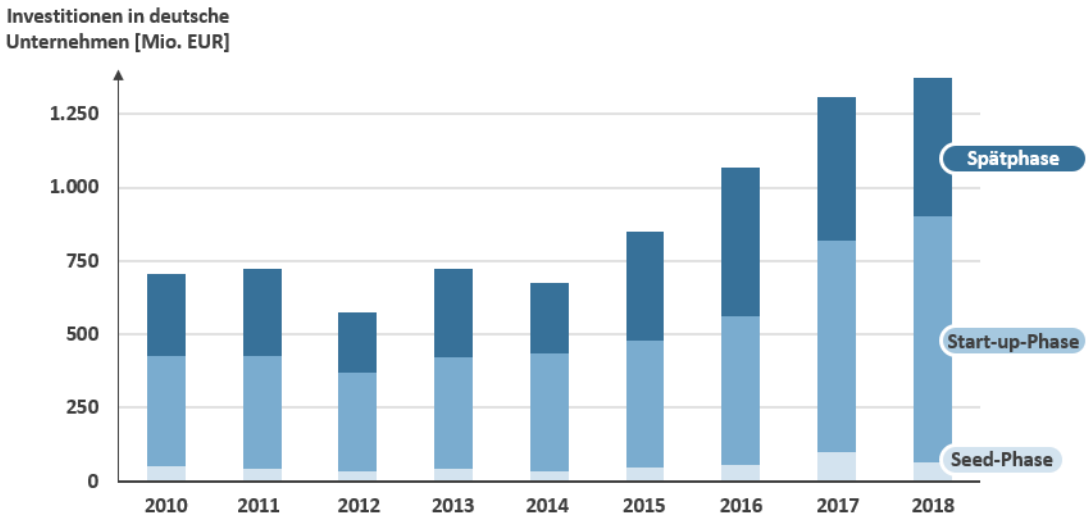
Ein differenzierteres Bild bietet der Blick auf die nach Finanzierungsphasen unterteilten Investitionen in deutsche Portfoliounternehmen, welche in Abbildung 8 dargestellt sind. Bei der Entwicklung der Investitionen im Zeitverlauf fällt positiv auf, dass seit 2015 das für Start-ups mobilisierte Kapital stetig zugenommen hat, was unter anderem auf das niedrige Zinsumfeld zurückzuführen ist.[11]

---

[8] Invest Europe: *„European Private Equite Activity 2018“* (2019)
[9] PitchBook, nvca: *“Venture Monitor”* (2019)
[10] J. Behringer: *„Mind the gap“* (2018)
[11] Expertenkommission Forschung und Entwicklung: *„Gutachten 2019“* (2019)

Jedoch ist ersichtlich, dass insbesondere für Unternehmen in der kapitalintensiven Spätphase vergleichsweise wenig Kapital zur Verfügung steht. So steht jenen Unternehmen absolut betrachtet weniger Kapital zur Verfügung, um ihr Geschäftsmodell großflächig auszurollen, als kleineren Unternehmen in der Start-up Phase.

Abbildung 8: VC-Investitionen in deutsche Unternehmen nach Finanzierungsphase[12]



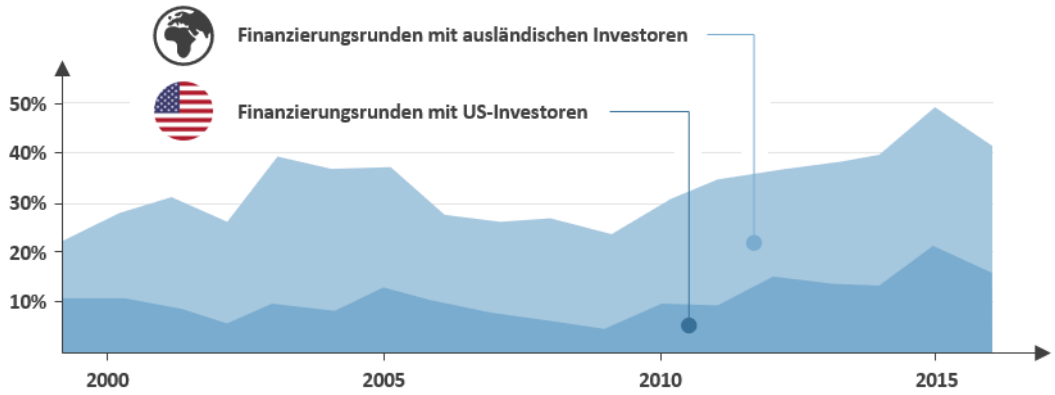
Die Gründe für den geringen Anteil von Investitionen in der Spätphase sind vielfältig. Mitverantwortlich ist jedoch gewiss der Mangel an institutionellen Anlegern, die große Kapitalzusagen bei VC-Fonds (zweistellige Millionenbeträge) übernehmen können. Während in Nordamerika häufig Pensionsfonds und Endowment Fonds der Universitäten als Anleger fungieren, mangelt es Deutschland an diesen Investorengruppen.[11] Folglich besitzen die deutschen VC-Fonds tendenziell geringere Volumina, was die Fähigkeit für Spätphaseninvestitionen einschränkt: Aus Gründen des Risikomanagements investieren Fonds üblicherweise nicht mehr als 10 bis 15 % ihres Volumens in ein Unternehmen. Somit ist die pro Unternehmen investierbare Summe direkt durch das Fondsvolumen begrenzt. [13] Verstärkend kommt hinzu, dass institutionelle Anleger, wie beispielsweise Versicherungen, groß-volumige Fonds bevorzugen, die in Deutschland nur in begrenzter Zahl vorzufinden sind, und dass diese Investoren deshalb vermehrt Wagniskapitalinvestitionen in Nordamerika und Asien tätigen.[11]

Nicht verwunderlich ist es deshalb, dass häufig ausländische Venture Capital-Fonds an großen Finanzierungsrunden deutscher Unternehmen beteiligt sind, da deutsche VC-Fonds nicht ausreichend Kapital bereitstellen können. So investiert eine Reihe ausländischer Fonds, die häufig aus den USA, dem Vereinigten Königreich, Luxemburg und Schweden stammen, in erheblichem Umfang in Deutschland.[14] Bei den Luxemburger Fonds besteht häufig noch eine recht enge Beziehung zu Deutschland, etwa in der Form, dass der Luxemburger Fondsmanager bei seinen Investmententscheidungen von einer deutschen Beratungsgesellschaft beraten wird. Daneben sind nordamerikanische Fonds bei Investitionsrunden in Deutschland häufig vertreten[15], wie Abbildung 9

[12] BVK: *„Das Jahr in Zahlen 2018“* (2018)
[13] Roland Berger, IEF, BVK: *“Treibstoff Venture Capital”* (2018)
[14] EY: *„Venture Capital and Start-ups in Germany 2016 / 2017“* (2016 u. 2017)
[15] A.-K. Achleitner et al.: *„Foreign Venture Capital in Europe: Consequences for Ventures’ Exit Routes and Entrepreneurial Migration“* (2019)

zeigt. So ist zu beobachten, dass bei etwa 40 % aller Finanzierungsrunden ausländische Investoren beteiligt sind, bei über 10 % der Finanzierungsrunden stammen diese aus den Vereinigten Staaten.

Abbildung 9: Ausländische VC-Investitionen in Deutschland[15]



Der hohe Anteil ausländischer Investoren in Deutschland weist möglicherweise auf eine Finanzierungslücke hin. Da ansässige Investoren aufgrund geografischer und kultureller Nähe Informationsvorteile gegenüber ihren ausländischen Kollegen besitzen, ist zu erwarten, dass ansässige Investoren tendenziell mehr in ihrem eigenen Land investieren.[10] Obgleich ausländisches Kapital bei der Schließung einer möglichen Finanzierungslücke helfen kann, so kann ein hoher Anteil ebenfalls ein Indiz für einen Mangel an inländischem Wagniskapital darstellen.

Die Hypothese einer Finanzierungslücke wird durch eine Vielzahl von Untersuchungen bestätigt. So herrscht weitgehend Einigkeit darüber, dass deutschen Start-ups in der Spätphase zu wenig Kapital zur Verfügung steht.[11] Jedoch stehen deutsche Jungunternehmen auch in der Start-up Phase vor Finanzierungsproblemen, da in dieser Phase – im Gegensatz zur Spätphase – bedeutend weniger ausländische Investoren helfen, die Lücke zu füllen.[10]

Während bereits der Mangel an institutionellen Anlegern als ein Grund für den Wagniskapitalmangel in der Spätphase erläutert wurde, tragen weitere Rahmenbedingungen in Deutschland zu dem Mangel an Wagniskapital bei. Hierzu zählen unter anderem:

- **Suboptimale steuerliche Rahmenbedingungen** machen die Gründung von VC-Fonds in Deutschland weniger attraktiv als in anderen europäischen Ländern. Insbesondere die nur in Deutschland vorzufindende Belastung der Management Fee mit Umsatzsteuer wird als abschreckend gesehen.
- **Schwache Exit-Kanäle** in Deutschland führen darüber hinaus zu einem weniger attraktiven Wagniskapitalmarkt für Investoren.[16] Neben dem Verkauf an strategische Investoren bedarf insbesondere der Exit-Kanal des Börsengangs in Deutschland mehr Aufmerksamkeit. Während IPOs von Facebook, Twitter, Snapchat, Uber und Spotify international verfolgt wurden, gibt es hierzulande **zu wenige Leuchttürme**. [13]
- Die **geringe Risikobereitschaft** der Deutschen führt dazu, dass weniger Kapital in risikobehaftete Anlageklassem wie Venture Capital investiert wird.

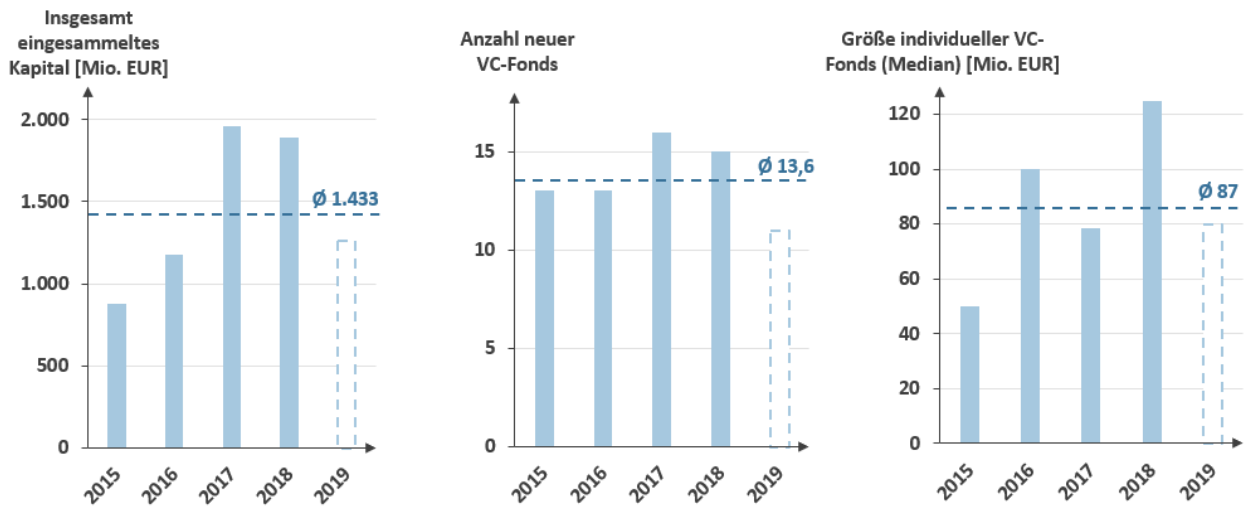
[16] Vgl. Zinke et al.: *„Trends in der Unterstützungslandschaft von Start-ups – Inkubatoren, Akzeleratoren und andere“* (2018)

3.3 Charakterisierung der deutschen VC-Fondslandschaft

In Deutschland investieren, trotz des vorher erläuterten Nachholbedarfs im internationalen Vergleich, eine Vielzahl verschiedener VC-Fonds. Neben Fonds mit Sitz in der Bundesrepublik, die in deutsche (und ebenso in ausländische) Wachstumsunternehmen investieren, sind auch ausländische VC-Fonds auf dem deutschen Markt als Investoren aktiv. Deutsche VC-Fonds, die im Schwerpunkt in deutsche Start-ups investieren, überwiegen jedoch zahlenmäßig. Eine wichtige Rolle auf dem Wagniskapitalmarkt in Deutschland spielen auch Fonds und Programme, die Förderinstituten von Bund, Ländern und Kommunen (etwa den Landesbanken oder Sparkassen) zuzuordnen sind oder einzelnen Unternehmen (sog. Corporate Venture Capital). Da der Zugang zu diesen Programmen und Fonds für Privatpersonen nicht möglich ist und sie damit für eine etwaige INVEST-ähnliche Förderung irrelevant sind, werden in den nachfolgenden Statistiken keine staatlichen und keine Corporate VC-Fonds betrachtet. Als Datenbasis der Untersuchungen dienen gesammelte Daten von 69 deutschen VC-Fonds, die ihre Finanzmittelbeschaffung zwischen 2015 und 2019 erfolgreich abgeschlossen haben. Die Daten umfassen öffentlich zugängliche Informationen, Veröffentlichungen der Fonds sowie Primärdaten, die den Autoren zugänglich sind, und bilden den Großteil des deutschen VC-Marktes ab.

Das von den deutschen VC-Fonds eingesammelte Kapital scheint seit 2015 nahezu kontinuierlich zu steigen. Ab 2016 ist zu beobachten, dass das jährlich eingesammelte Kapital deutlich über EUR 1 Mrd. liegt. Die Zahl der neu aufgelegten VC-Fonds liegt jährlich bei 10 bis 20 und ist damit annähernd konstant, während die Verteilung der Fondsgrößen stärker zu schwanken scheint. Die mittlere Größe eines deutschen VC-Fonds beträgt zumeist etwa EUR 90 Mio. Jedoch waren beispielsweise 2018 die VC-Fonds im Median deutlich größer, während in 2015 kleinere VC-Fonds die Regel waren.

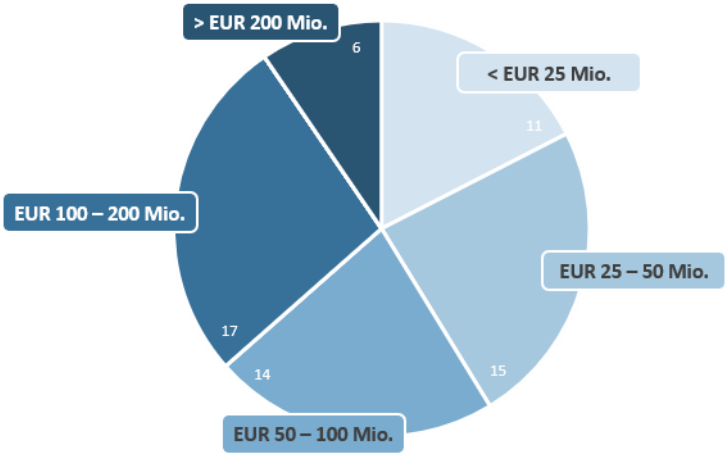
Abbildung 10: Statistiken deutscher VC-Fonds[17]



Die in den letzten Jahren neu errichteten deutschen VC-Fonds reichen von kleinen Fonds mit Volumina im einstelligen Millionenbereich über eine Vielzahl von Fonds mit zweistelligen oder niedrigen dreistelligen Millionenbeträgen, welche in Deutschland die Regel sind, bis hin zu einigen wenigen Fonds mit über EUR 200 Mio.

[17] Auf Basis von selbst zusammengetragenen Daten (2015 – 09/2019)

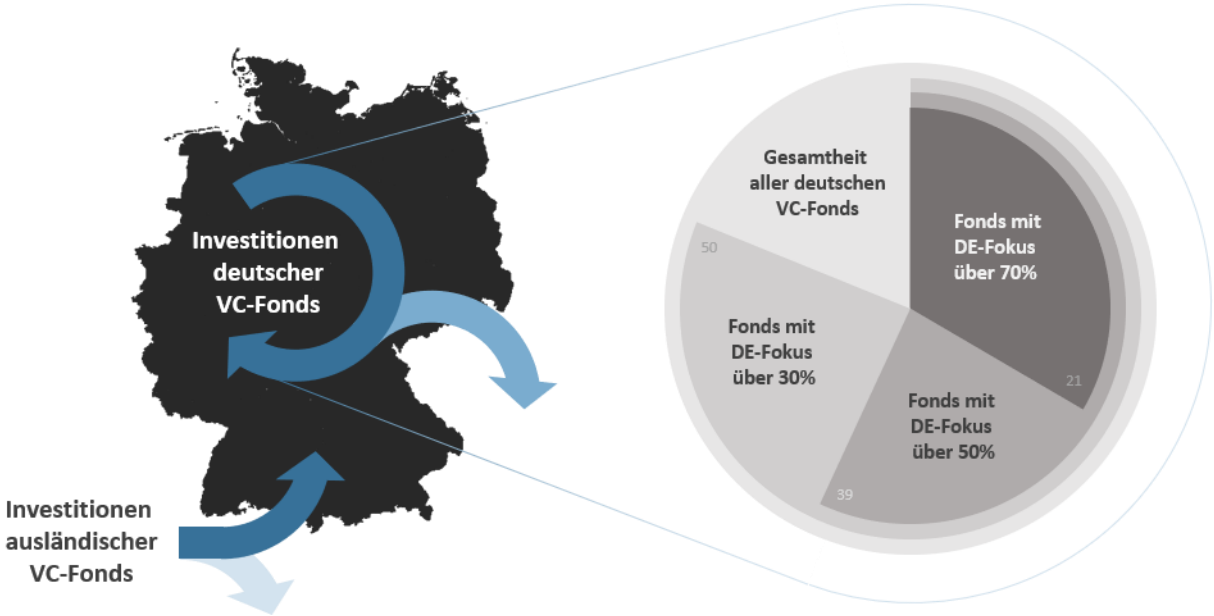
Abbildung 11: Verteilung deutscher VC-Fonds nach Volumen[17]



Die Anzahl der Portfoliounternehmen, in welche die Fonds investieren, hängt unter anderem auch von der Fondsgröße ab und unterscheidet sich je nach Fonds. Typisch sind jedoch zwischen 10 und 15 Portfoliounternehmen pro VC-Fonds. Die deutsche VC-Fondslandschaft ist heterogen. Neben dem Fondsvolumen und der Anzahl von Portfoliounternehmen unterscheiden sich die deutschen VC-Fonds signifikant in ihren Investitionsstrategien hinsichtlich adressierter Finanzierungsphasen, Branchenfokus sowie geografischem Fokus.

So finden sich VC-Fonds, die fast ausschließlich in Deutschland investieren, aber auch einige Fonds, die primär im Ausland und nur vereinzelt in deutsche Portfoliounternehmen investieren. Etwa 2/5 aller deutschen VC-Fonds fokussieren mehr als die Hälfte ihrer Aktivitäten auf deutsche Unternehmen, etwa ein Drittel der Fonds investiert sogar mehr als 70 % in deutsche Portfoliounternehmen.

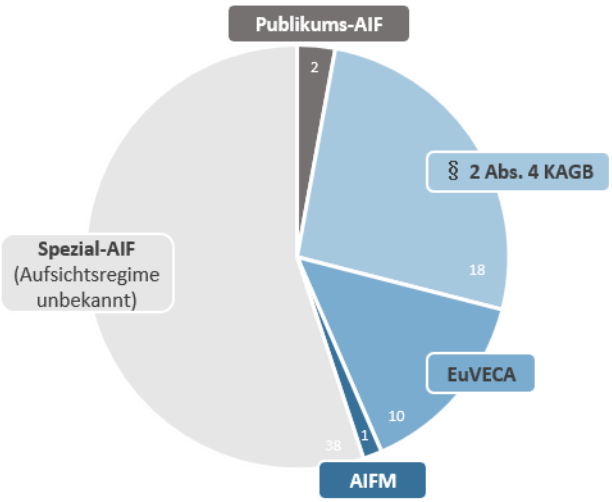
Abbildung 12: VC-Investitionen deutscher VC-Fonds in Deutschland[17]



Die identifizierten VC-Fonds sind in aller Regel Spezial-AIF mit einem nach dem KAGB oder der EuVECA-VO registrierten Fondsmanager, in seltenen Fällen auch mit AIFM-Vollerlaubnis. Publikums-

AIF, welche auf Venture Capital fokussiert sind und Privatanlegern zugänglich sind, sind bis auf einzelne Ausnahmen[18] eines Anbieters am deutschen Markt nicht vertreten.

Abbildung 13: Aufsichtsregime deutscher VC-Fonds[17]



Die Hauptgründe für diesen verschwindend geringen Anteil an Publikumsfonds, die sich auf Venture Capital fokussieren, sind die Folgenden:

- Die **Auflegung eines Publikums-AIF erfordert eine KVG mit einer Vollerlaubnis nach dem KAGB**. Diese ist zeitaufwändig (ca. ein Jahr Erlaubnisverfahren), teuer (vor allem in der Vorbereitung) und erfordert einen wesentlich höheren Organisationsaufwand der KVG als ihn typische Venture Capital-Manager aufweisen.
- Das KAGB knüpft **erhebliche Folgepflichten an die Verwaltung** eines Publikums-AIF: Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts mit strengen Haftungsfolgen für die KVG, Bestellung einer Verwahrstelle, Produktregeln, die etwa eine diversifizierte Investmentstrategie in Euro und Fremdwährungen einschränken.
- Geschlossene Publikums-AIF dürfen **nur als Investmentkommanditgesellschaft** oder als **Investmentaktiengesellschaft** errichtet werden. Die Investmentaktiengesellschaft hat sich wegen der Starrheit der Rechtsform und der steuerlichen Intransparenz bisher als nicht marktgängig herausgestellt, sodass derzeit praktisch nur die Rechtsform der Investmentkommanditgesellschaft relevant ist. In der Kommanditgesellschaft ist allerdings die Anlegerverwaltung (bei Publikums-AIF teils über 1.000 Anleger) sehr aufwändig. Diese Aufgabe können oder wollen spezialisierte Venture Capital-Manager nicht übernehmen und beschränken sich daher auf einen kleinen Kreis von (semi-)professionellen Anlegern.
- Das noch bestehende Sonderregime mit einer Registrierung nach § 2 Abs. 5 KAGB lässt die **Verwaltung von Publikums-AIF** mit einer Registrierung zu, die aber ebenfalls **aufwändig** ist (deutlich aufwändiger als die nach § 2 Abs. 4 KAGB). Vor allem aber sind die **Folgepflichten** ähnlich umfangreich wie bei einer Vollerlaubnis, insbesondere mit der Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts und zur Bestellung einer Verwahrstelle.

[18] Soweit erkennbar nur die Fonds der MIG AG, https://www.mig.ag/de/

Das Modell hat sich deshalb am Markt nicht etabliert. Zudem wird bereits die Abschaffung dieser Regelung diskutiert.

- Das **Risikoprofil** eines direktinvestierenden Fonds mit einer Diversifizierung über (nur) 10 bis 20 Zielunternehmen, die häufig auch aus einem verwandten wirtschaftlichen Bereich stammen (etwa e-Commerce, Software o.ä.), ist für Privatanleger oft ungeeignet. Geeigneter wären Dachfonds, die aber speziell für Venture Capital aktuell nicht existieren und aufsichtsrechtlich stark eingeschränkt sind (siehe Kapitel 2.2).

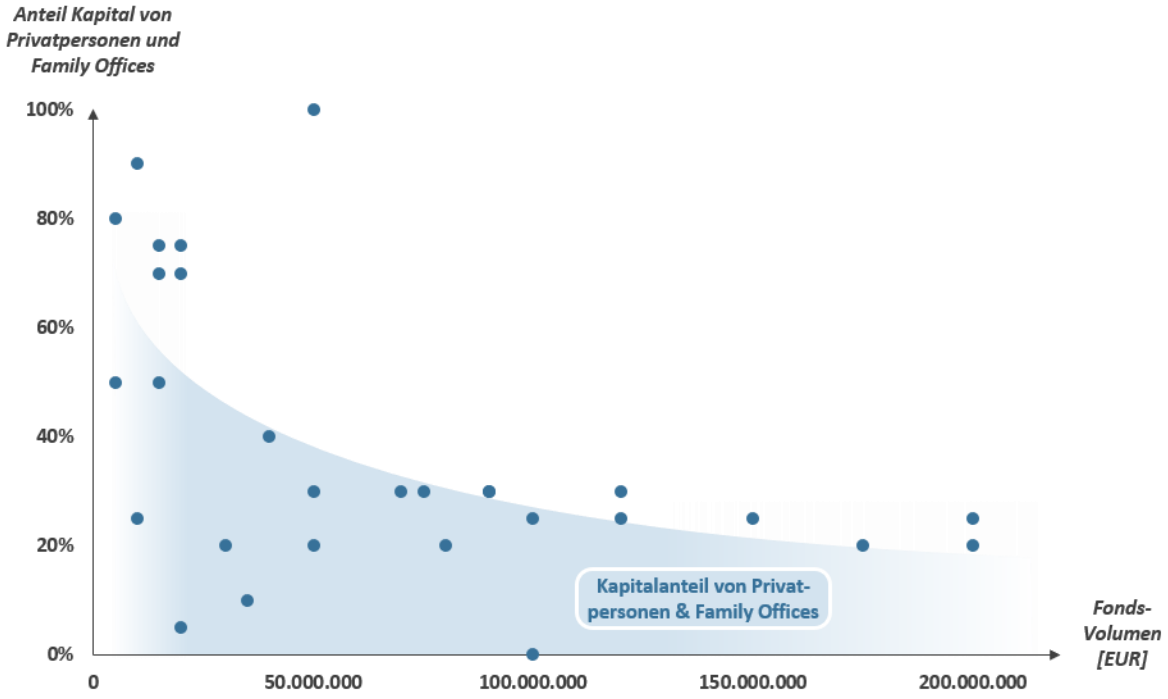
3.4 Bedeutung von Privatpersonen

Privatpersonen können einen Beitrag bei der Finanzierung von Start-ups leisten. Insbesondere in der Frühphase der Unternehmen spielen Privatpersonen eine wichtige Rolle. So können Privatpersonen – insbesondere als Business Angels – Start-ups neben ihrer monetären Unterstützung durch ihr Know-how, ihr Branchenwissen, ihre Kontakte und ihr Netzwerk aktiv unterstützen.

Aufgrund des ansteigenden Kapitalbedarfs nimmt die Bedeutung von Investitionen durch Business Angels mit dem Wachstum eines Unternehmens ab. Die Start-ups sind in den späteren Phasen folglich auf VC-Fonds angewiesen, die in der Lage sind, den Kapitalbedarf der Start-ups zu decken. Das Kapital der Fonds stammt hierbei von einer Vielzahl von unterschiedlichen Anlegern. Neben Family Offices und institutionellen Investoren wie Versicherungen, Pensionsfonds, Stiftungen, Kreditinstituten und Dachfonds zählen auch Privatpersonen zu den Anlegern von VC-Fonds.

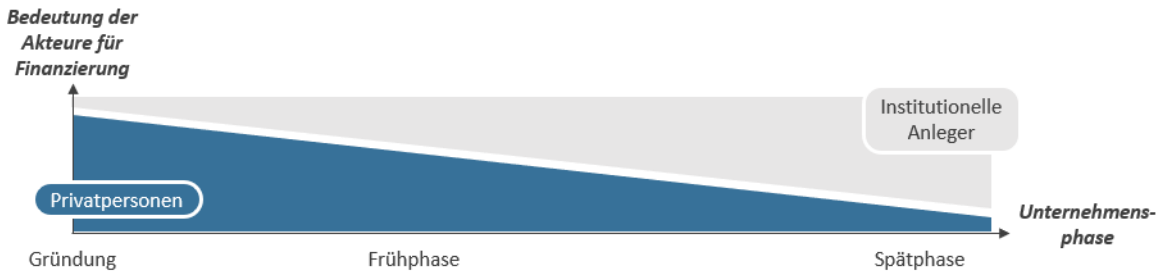
Je nach Fondsgröße unterscheidet sich die Bedeutung des von Privatpersonen bereitgestellten Kapitals jedoch signifikant. Abbildung 14 zeigt den Anteil am Kapital der untersuchten deutschen Fonds, der von Family Offices und Privatpersonen, einschließlich der von diesen Personen kontrollierten Beteiligungsvehikel, bereitgestellt wurde. Diese Beteiligungsvehikel sind in der Regel GmbHs oder UGs (haftungsbeschränkte Unternehmergesellschaften, häufig auch „Mini-GmbH“ genannt), die von einer oder mehreren Privatpersonen gehalten und für Unternehmensbeteiligungen genutzt werden.

Abbildung 14: Anteil des von Privatpersonen bereitgestellten Kapitals in Abhängigkeit von der Fondsgröße[17]



Während bei VC-Fonds mit kleinem Volumen der Anteil des Kapitals von Privatpersonen und Family Offices häufig den Großteil des Fondsvolumens ausmacht, so sinkt dieser Anteil mit steigender Fondsgröße, während Kapital von institutionellen Anlegern an Bedeutung gewinnt. Da kleine Fonds aufgrund des limitierten zur Verfügung stehenden Kapitals tendenziell an kleinen Finanzierungsrunden partizipieren, sind für die Spätphasenfinanzierung reiferer Unternehmen Fonds mit großen Volumina notwendig. Folglich sinkt die Bedeutung von Privatpersonen mit der Reife des zu finanzierenden Unternehmens.

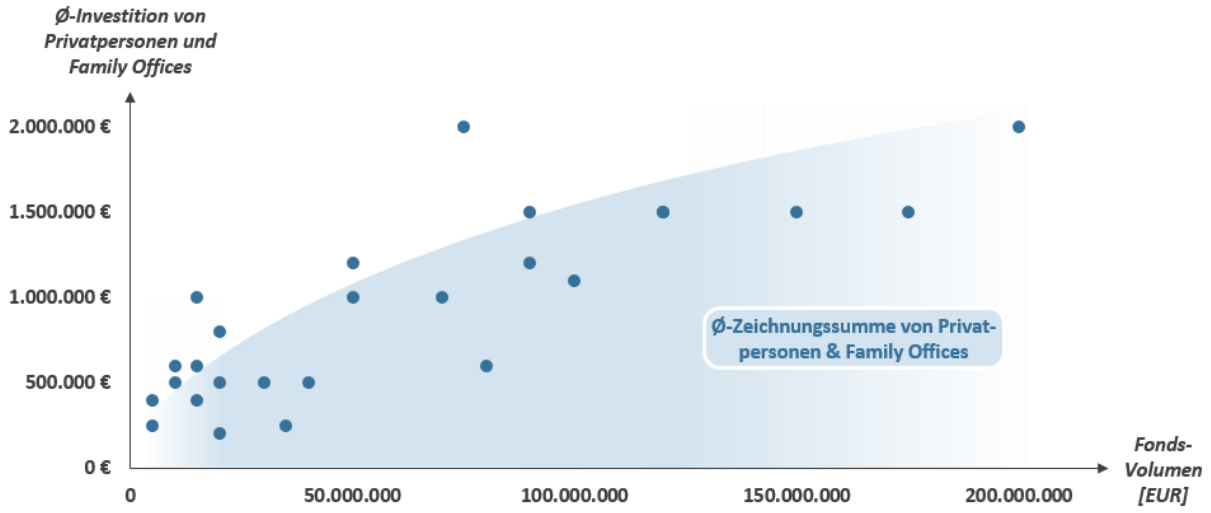
Abbildung 15: Bedeutung unterschiedlicher Kapitalgeber bei der Start-up Finanzierung



Ein Grund für die Abnahme des von Privatpersonen investierten Kapitals mit steigendem Fondsvolumen liegt darin, dass mit steigendem Fondsvolumen die Mindestzeichnungssumme steigt, was selbst für wohlhabende Privatpersonen eine Hürde darstellt. Bei groß-volumigen Fonds (ab etwa EUR 150 Mio.) liegt die Mindestzeichnungssumme meist in Höhe mehrerer Millionen Euro (bis zu EUR 10 Mio.). Die Fonds haben zwar oft einen vertraglichen Spielraum auch geringere Zeichnungen zuzulassen, sie tun dies aber ungern, weil sie die Anzahl der Investoren und damit den administrativen Aufwand beschränken wollen. Vereinfacht ausgedrückt ist die Verwaltung eines Investors fast unabhängig von der Höhe seiner Kapitalzusage immer gleich aufwändig, sodass für die Fonds größere Zeichnungen von weniger Investoren immer attraktiver sind. Die mit Fondsvolumen steigenden Mindestzeichnungssummen resultieren in höheren durchschnittlichen Investitionen der

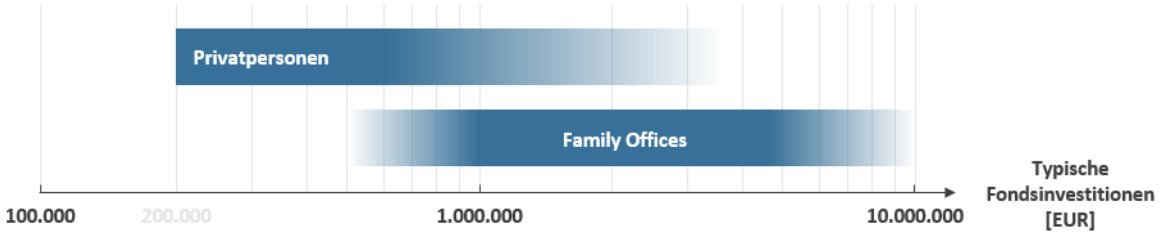
Privatpersonen und Family Offices, die in Abbildung 16 abgebildet sind. Für Fonds mit einem Volumen unter EUR 50 Mio. sind Beteiligungen von etwa einer halben Mio. EUR die Regel, bei Fonds mit einem Volumen über EUR 100 Mio. liegen die von Privatpersonen und Family Offices investierten durchschnittlichen Beträge schon deutlich über EUR 1 Mio.

Abbildung 16: Investitionen von Privatpersonen und Family Offices in Abhängigkeit von der Fondsgröße[17]



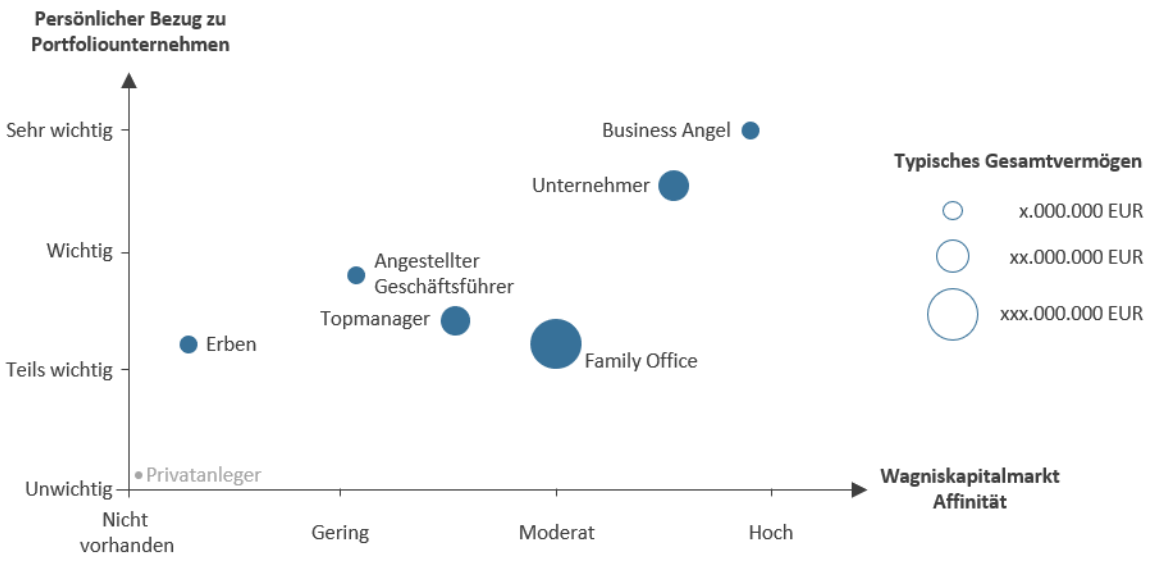
Hierbei ist jedoch zwischen dem Investitionsverhalten von Privatpersonen und Family Offices zu unterscheiden: Während Privatpersonen Fondsinvestitionen ab EUR 200.000 tätigen, liegen die von Family Offices bereitgestellten Summen in der Regel in der Größenordnung von EUR 500.000 und darüber. Typische Beteiligungssummen von Family Offices betragen etwa EUR 1 bis 5 Mio.

Abbildung 17: Übliche Zeichnungssummen von Privatpersonen und Family Offices[17]



Zu den Privatpersonen, die in VC-Fonds investieren, zählt eine Vielzahl unterschiedlicher vermögender Personengruppen, wie beispielsweise (ehemalige) Unternehmer, Business Angels und Super Angels, Topmanager, Geschäftsführer mittelständischer Unternehmen sowie kapitalstarke Erben. Jedoch ist keine klare Trennung der Personengruppen möglich, da Unternehmer beispielsweise oft Business Angels sind oder wohlhabende Privatpersonen über ein Family Office investieren.

Abbildung 18: Einordnung von Personengruppen, die in VC-Fonds investieren



Erfolgreiche Unternehmer beteiligen sich oft als Business Angels direkt an jungen Unternehmen und können so mit ihrer Gründererfahrung, ihrem Wissen und ihrem Netzwerk das Unternehmen aktiv unterstützen. Daneben beteiligen sich erfolgreiche deutsche Gründer aber auch immer häufiger an VC-Fonds. Hierzu zählen insbesondere Gründer mit starker Affinität zu Technologieinvestments, die in den letzten Jahren durch einen erfolgreichen Exit ihr Kapital signifikant erhöhen konnten und darüber hinaus ohnehin innerhalb der „VC-Szene“ vernetzt sind.

Geschäftsführer mittelständischer Unternehmen, welche beispielsweise durch Unternehmensanteile ein signifikantes Vermögen aufbauen konnten, sind auf Grund ihrer Kapitalstärke teils in der Lage, Fondsinvestments zu tätigen. Jedoch sind Investoren dieser Personengruppe nur vereinzelt als Anleger in deutschen Fonds vorzufinden. **Topmanager** besitzen sowohl das notwendige Kapital als auch die Motivation sich am Wagniskapitalmarkt zu engagieren. So sind unter den Klein-Anlegern deutscher Fonds einige wenige Topmanager zu finden. Im Vergleich zu anderen Ländern sind Topmanager, welche als Anleger aktiv werden, in Deutschland jedoch eher die Ausnahme. In einigen Fällen finden sich auch wohlhabende **Erben** unter den Anlegern.

Als **Family Offices** werden Organisationseinheiten bezeichnet, die das Ziel verfolgen, das Vermögen von einer oder mehreren Familien zu erhalten und zu mehren. Organisationseinheiten, die das Vermögen einer einzelnen Familie verwalten und investieren, werden als Single Family Offices bezeichnet. Häufig wurde das Kapital durch erfolgreiche Familienbetriebe generiert.

Insgesamt gibt es in Deutschland schätzungsweise 350 bis 450 Single Family Offices mit einem Vermögen von jeweils mehr als EUR 50 Mio.[19] Das typischerweise verwaltete Kapital beträgt jedoch meist mehr als EUR 200 Mio., da die Kosten, die unter anderem für Finanzexperten, Anwälte und Steuerberater anfallen, dem Nutzen erst ab einem Vermögensvolumen von EUR 300 – 400 Mio. in einem günstigen Verhältnis gegenüberstehen.[20, 21]

---

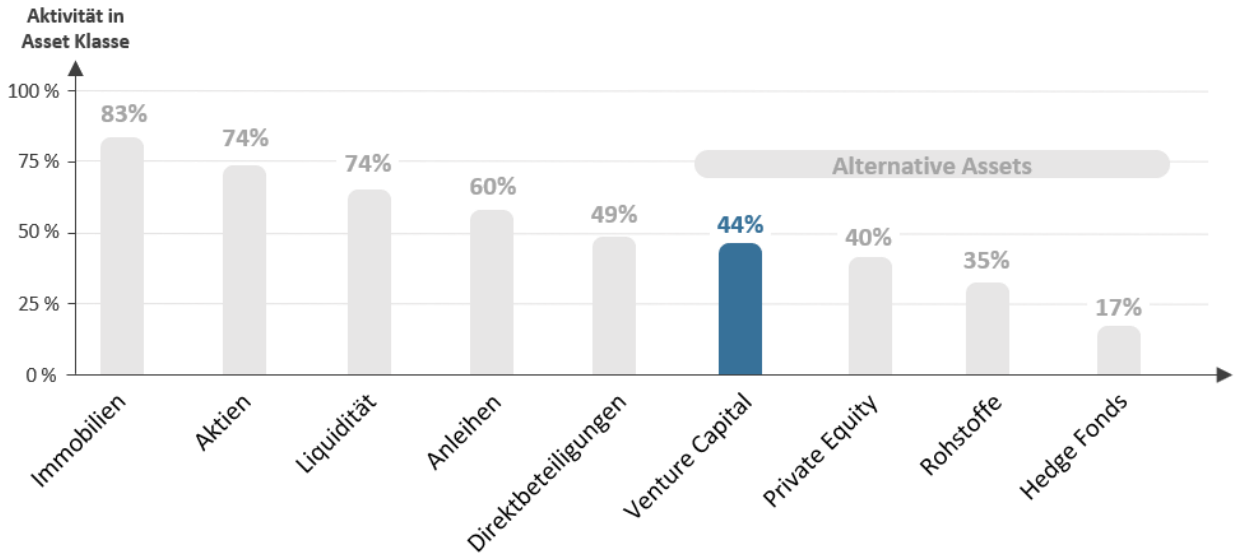
[19] N. Kammerlander et al. (WHU): *„Family Office, Family Equity und Private Equity – Unternehmerisches Investieren und generationsübergreifendes Unternehmertum“* (2018)

[20] H. Brost et al.: *„Private Banking and Wealth Management“* (2014)

[21] J. Busch, Y. Brückner: *„Das Single Family Office“*

Da neben dem Vermögenserhalt für einen Großteil der Family Offices auch die Vermögensvermehrung vorrangiges Ziel ist, ist ein diversifiziertes Portfolio notwendig, das sich aus einer Vielzahl unterschiedlicher Assets zusammensetzt, die sich in Risiko, Korrelation, Renditeerwartung und Liquidität unterscheiden. Insbesondere vor dem Hintergrund des aktuellen Niedrigzinsumfelds spielen dabei auch Alternative Assets eine wichtige Rolle. Wie Abbildung 19 zeigt, waren 2018 44 % der deutschen Single Family Offices in Venture Capital aktiv.

Abbildung 19: Aktivitäten deutscher Single Family Offices in unterschiedlichen Asset Klassen[19]



Neben Single Family Offices, die das Vermögen einzelner Familien verwalten, sind in Deutschland über 75 Multi Family Offices vorzufinden[22], welche das Vermögen mehrerer Familien oder nicht verwandter Einzelpersonen verwalten. Tendenziell investieren Multi Family Offices konservativer als Single Family Offices und sind in ihrer Investitionsstrategie eher auf Sicherheit bedacht.

Durchschnittlichen Privatanlegern bleibt die Anlageklasse Venture Capital, bis auf vereinzelte Möglichkeiten, aufgrund der bereits dargelegten hohen Anforderungen in Bezug auf investierbares Kapital und Erfahrung verschlossen. Die gesetzlichen Mindestzeichnungssummen von EUR 100.000 (EuVECA-VO) bzw. EUR 200.000 (KAGB) für Spezial-AIFs stellen für die meisten Privatanleger eine unüberwindbare Hürde dar. Erschwerend kommt in Deutschland hinzu, dass die Masse der deutschen Anleger tendenziell eher risikoscheu ist und wenig Bereitschaft zu Investitionen in Unternehmensbeteiligungen hat, was sich unter anderem in der geringen Aktionärsquote widerspiegelt. So halten nur etwa 16 % der Deutschen Aktien oder Fondsanteile.[23] Der Anteil der Deutschen, der sich an geschlossenen Publikums-Fonds beteiligt, liegt noch weit darunter. Aufgrund der höheren Mindestbeteiligungssummen (etwa EUR 5.000 und darüber) dieser Fonds verglichen zu offenen Fonds, sind die typischen Anleger von geschlossenen Publikums-Fonds häufig im fortgeschrittenen Alter und investieren meist zwischen EUR 20.000 und EUR 50.000.

[22] https://www.listenchampion.de/produkt/top-multi-family-offices-deutschland-groesste-mfos/
[23] Deutsches Aktieninstitut: *„Aktionärszahlen des deutschen Aktieninstituts 2018“* (2018)

4. Erfolgreiche Beispiele von Förderungen im Ausland

Eine Reihe von Ländern hat die volkswirtschaftliche Bedeutung von Wagniskapital erkannt und mobilisiert mit unterschiedlichen steuerlichen Förderungen Privatkapital für Start-ups. So gibt es in einigen Ländern neben steuerlichen Begünstigungen von Direktinvestitionen ebenfalls Förderungen, die Investitionen in VC-Fonds oder ähnliche Konstrukte mit Steuervergünstigungen belohnen. Bei Förderungen, die auch Privatanlegern den Zugang zu VC-Fonds ermöglichen, geschieht dies häufig über spezielle Fonds-Vehikel, die sich deutlich von den in Deutschland üblichen Spezial-AIF unterscheiden.

Nachfolgend werden Förderungen in Frankreich, dem Vereinigten Königreich sowie Kanada und Australien vorgestellt. Darüber hinaus existieren in weiteren Ländern unterschiedliche Steuervergünstigungen für VC- und PE-Fonds-Investitionen, sodass die vier vorgestellten Förderungen nur einen beispielhaften Überblick über die Fördermöglichkeiten bieten.

4.1 Steuerliche Förderung spezieller Publikumsfonds in Frankreich

In Frankreich findet sich eine Vielzahl von Fondsstrukturen. **Fonds Professionnels de Capital Investissement (FPCI)** und **Fonds Communs de Placement à Risques (FCPR)**[24] sind dabei die in Frankreich am häufigsten vertretenen Modelle [25] und bieten Anlegern unterschiedliche Steuervorteile.

FPCI sind nur Anlegern mit Kapitalzusagen ab EUR 100.000 zugänglich. Unter bestimmten Voraussetzungen stehen diesen Anlegern Steuervorteile bei Fondsinvestitionen zu. Hierbei handelt es sich um ein steuerliches Instrument. Deswegen besteht nach der AGVO keine Meldepflicht der Maßnahme, sodass die Maßnahmen auch nicht innerhalb einer Notifizierung bei der Kommission gerechtfertigt werden müssen. Steuerliche Anreize für private Investoren, die beihilfefähigen Unternehmen direkt oder indirekt bereitgestellt werden, sind mit dem Binnenmarkt vereinbar (Art. 21 Abs. 3 AGVO). Fällt der FPCI unter die *„FCPR fiscaux“* Besteuerung, indem er unter anderem zu 50 % in europäische Unternehmen investiert ist und weniger als 20 % an gelisteten europäischen Unternehmen beteiligt ist, so profitieren Anleger bei Haltedauer über 5 Jahren von vorteilhaften Kapitalgewinn-versteuerungen.[24]

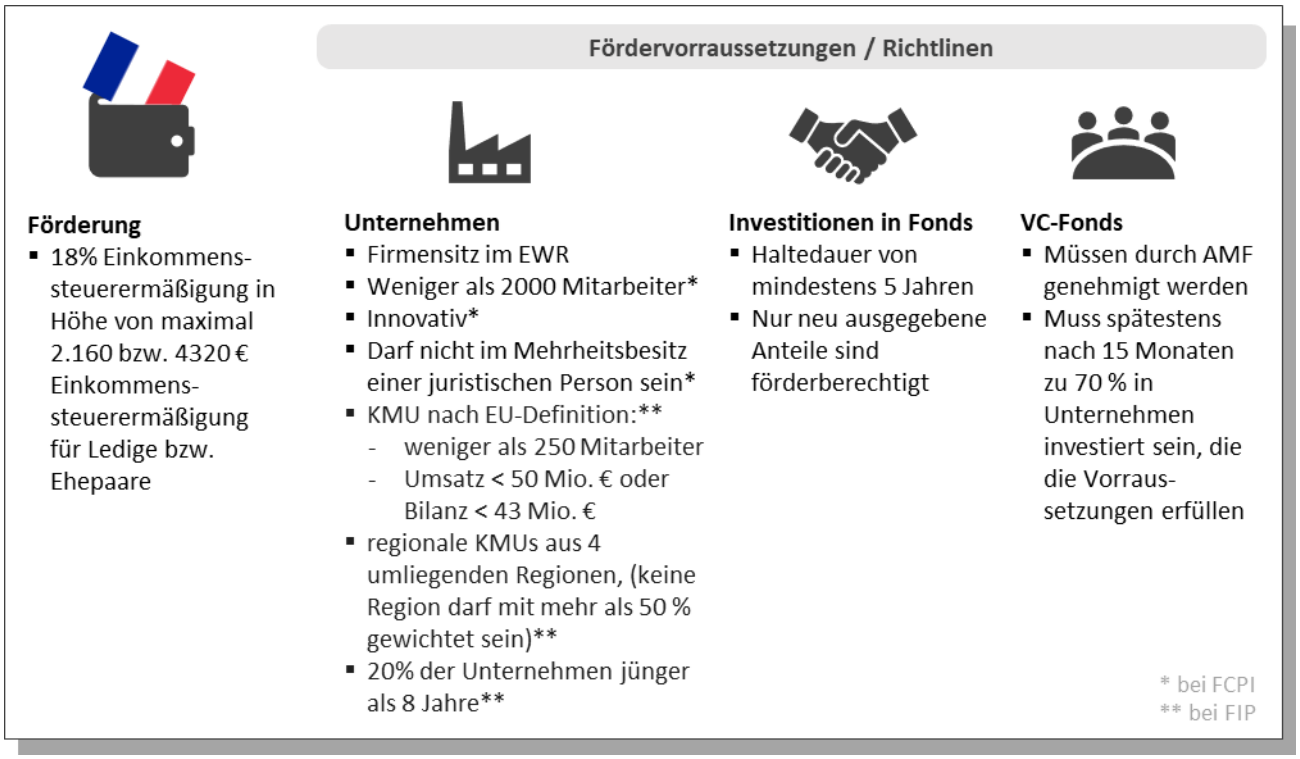
Während FPCI nur kapitalstarken Anlegern zugänglich sind, ermöglichen *„FCPR juridiques“* einer breiten Masse von Privatanlegern einen steuerbegünstigten Zugang zu VC-ähnlichen Fonds. Insbesondere die in Abbildung 20 gezeigten **Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (FCPI)** und **Fonds d'Investissement de Proximité (FIPs)** bieten Privatanlegern selbst bei kleinen Investitionssummen Steuervorteile, indem die Einkommensteuer um den Betrag reduziert wird, der 18 % des getätigten Fondsinvestments ausmacht. Die Begrenzung der Förderung auf wenige tausend Euro pro Jahr macht die Förderung fast ausschließlich für Privatanleger attraktiv. Während FCPI das Ziel haben, die Entwicklung innovativer KMUs zu fördern, investieren FIPs primär in regionale KMUs. Damit sind letztere eher als Regionalfonds und nicht als klassische Venture Capital-Fonds einzustufen.

[24] Invest Europe: *"Tax Benchmark Study 2018"* (2018)

[25] T. Mardini: *"Current Developments in Fund Terms of Private Equity Funds"* (2017)

Sowohl FCPI als auch FIP sind keine Gesellschaftsformen nach französischem Recht, sondern wären nach hiesigem Begriffsverständnis als Sondervermögen einzustufen. FCPIs und FIPs sind Alternative Investmentfonds (keine OGAW), die von der französischen Finanzaufsichtsbehörde AMF genehmigt werden und beaufsichtigt werden müssen. Anleger müssen mithilfe eines KIID-Informationsblattes hinreichend informiert werden. Des Weiteren muss eine Verwahrstelle bestellt werden.

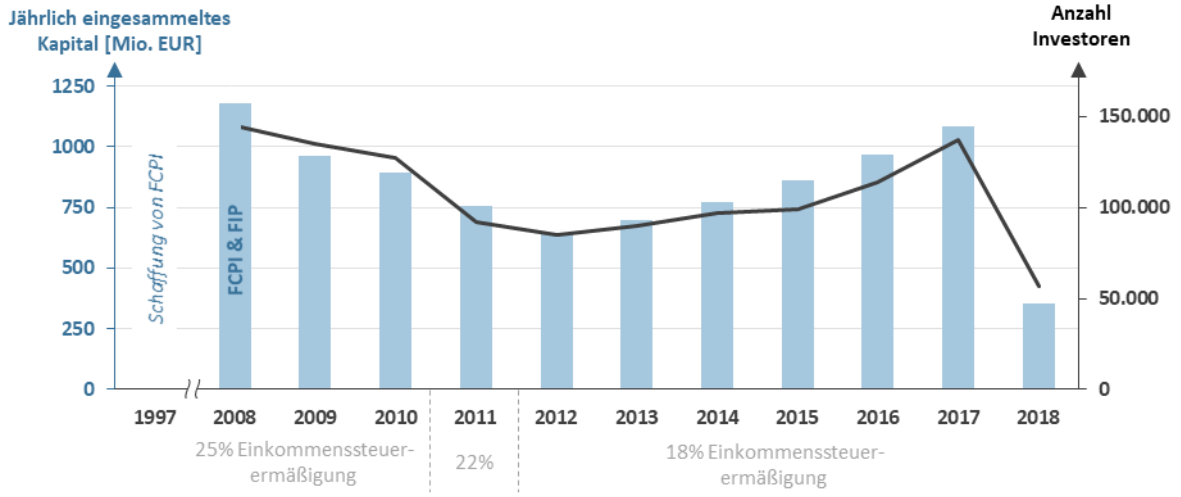
Abbildung 20: Französische Förderung von FCPI und FIP[26]



Die Programme haben seit ihrer Initiierung im Jahr 1997[27] mehrere Milliarden Euro mobilisiert. Über die Jahre wurde dabei der Prozentsatz, um den die Einkommenssteuer reduziert werden kann, mehrfach angepasst.[28] Diese Anpassungen sowie das jährlich mobilisierte Kapital sind in Abbildung 21 gezeigt. Der starke Rückgang im Jahr 2018 ist auf die Abschaffung der sogenannten Vermögenssteuer *Impôt de solidarité sur la fortune* zurückzuführen[30] und damit dem Wegfall von zusätzlichen Vorteilen für wohlhabende Anleger. Jedoch profitieren alle Anleger ab dem 31. Dezember 2019 wieder von einer Erhöhung der Steuerermäßigungsquote auf 25 %.[29]

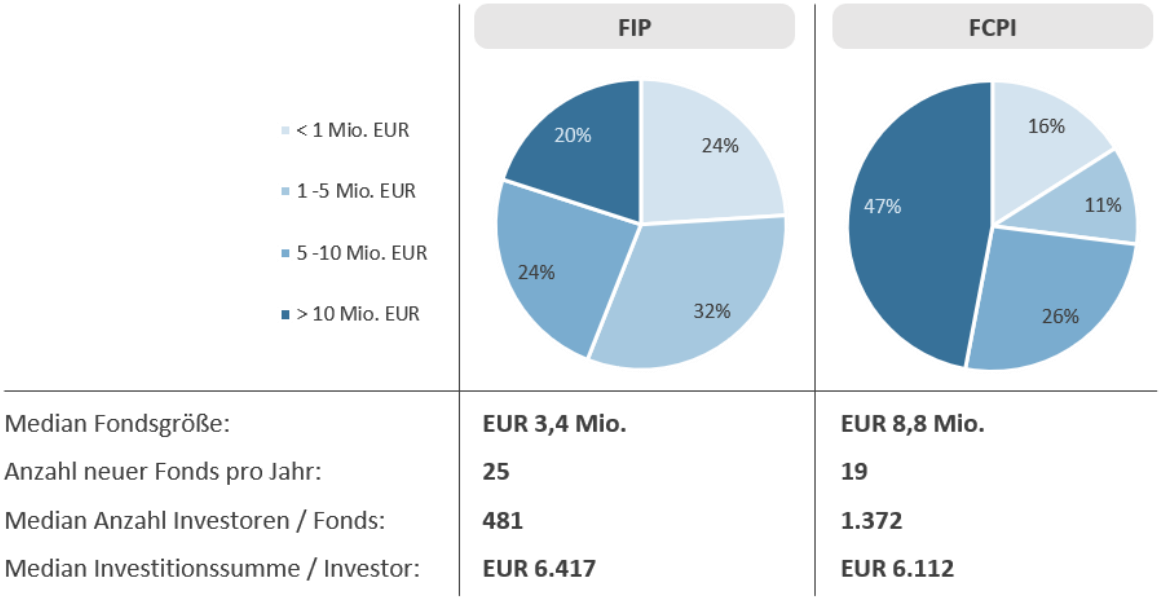
[26] http://bofip.impots.gouv.fr/bofip/5321-PGP, http://bofip.impots.gouv.fr/bofip/5320-PGP
[27] https://rio.jrc.ec.europa.eu/en/library/mutual-funds-investment-innovation-fcpi
[28] https://www.lepoint.fr/argent/fcpi-fip-les-francais-defiscalisent-moins-09-03-2012-1439833_29.php
[29] Code général des impôts - Article 199 terdecies-0 A

Abbildung 21: Jährlich durch FCPI und FIP gesammeltes Kapital und Anzahl Investoren[30]



Verglichen mit den für professionelle Anleger zugänglichen VC-Fonds, sind FCPI und FIP charakterisiert durch kleine Fondsvolumina unter EUR 10 Mio., eine große Anzahl von Anlegern und kleine Einlagesummen (Tickets) meist unter EUR 10.000. Darüber hinaus betragen die jährlichen Managementgebühren meist zwischen 4 und 5 %.[31]

Abbildung 22: Charakterisierung von FCPI und FIP (2018)[30]



[30] France Invest: *„Levées de capitaux par les FCPI et les FIP 2018“* (2018)

[31] https://www.lesechos.fr/2018/12/defiscalisation-faut-il-investir-dans-les-fcpi-et-les-fip-en-2018-980930

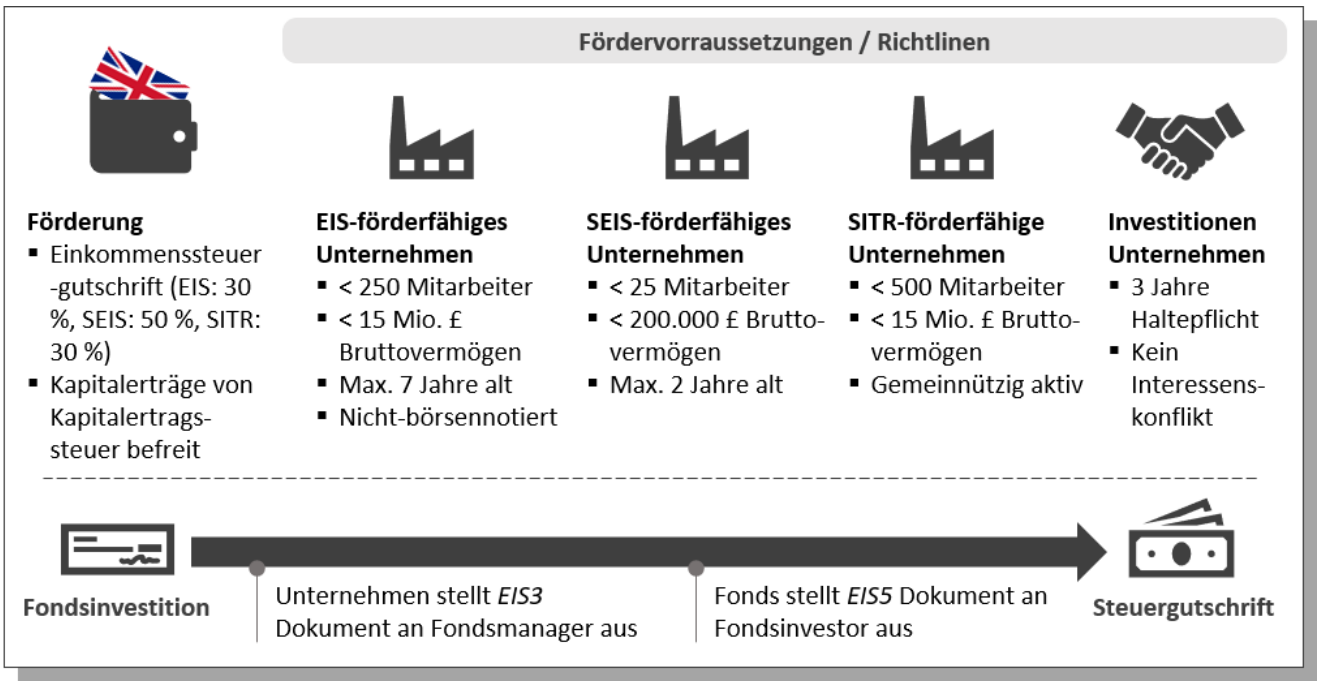
4.2 Steuerbegünstigte börsengehandelte VC-Fonds im Vereinigten Königreich

Das Vereinigte Königreich bietet vier steuerlich begünstigte Programme zur Förderung von Wagniskapitalinvestitionen durch Privatpersonen an. Hierzu zählen drei Programme, welche Direktinvestitionen in junge Unternehmen fördern. Die drei Programme sind:

- Das **Enterprise Investment Scheme (EIS)** wurde ins Leben gerufen, um junge britische Unternehmen zu fördern, indem Investoren eine Einkommenssteuergutschrift in Höhe von 30 % auf Investitionen von maximal 2.000.000 £ gewährt wird.[32]
- Das **Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS)** fördert Investitionen in Gründungsunternehmen. Aufgrund des höheren Risikos werden Investoren hierbei mit einer Gutschrift auf die Einkommenssteuer in Höhe von 50 % der Investitionssumme belohnt. Maximal können Investitionen in Höhe von 100.000 £ steuerlich gefördert werden.[33]
- Das **Social Investment Tax Relief (SITR)** gewährt Steuervorteile für Investitionen in karitativ oder im Allgemeininteresse tätige Unternehmen.

Dabei wird eine Reihe von Voraussetzungen an die Unternehmen und Investitionen gestellt, ein Auszug findet sich in Abbildung 23. Neben Direktinvestitionen in EIS-, SEIS-, und SITR-förderfähige Unternehmen können Investitionen in jene Unternehmen auch gebündelt über Fonds erfolgen. Diese als EIS-Fonds, SEIS-Fonds und SITR-Fonds bekannten Vehikel haben keine eigene Rechtspersönlichkeit, da die einzelnen Privatanleger direkt am Unternehmen beteiligt sein müssen, um die Steuervorteile zu genießen. Das Vermögen wird über einen Treuhänder verwaltet, Verträge zwischen den einzelnen Investoren und dem Manager halten die Struktur zusammen.

Abbildung 23: EIS-, SEIS-, und SITR-Förderung



[32] HS341 Enterprise Investment Scheme - Income Tax relief (2019)

[33] HS393 Seed Enterprise Investment Scheme - Income Tax and Capital Gains Tax reliefs (2019)

Daneben existieren im Vereinigten Königreich sogenannte

- **Venture Capital Trusts (VCT).**

Mit diesen Strukturen wird Anlegern eine Möglichkeit zur Förderung von Investitionen in spezielle VC-Fonds geboten. VCTs sind von der Steuer- und Zollbehörde HMRC genehmigte geschlossene VC-Fonds, die an der London Stock Exchange gelistet sind und nicht-börsennotierten qualifizierten Unternehmen Kapital zur Verfügung stellen. Das im Rahmen des Finance Acts 1995[34] eingeführte Programm bietet Privatinvestoren die Möglichkeit, über die Kapitalmärkte Kleinunternehmen mit Sitz im Vereinigten Königreich zu unterstützen. Bei Erwerb von VCT-Anteilen bis 200.000 £ pro Jahr werden die Investoren hierbei mit folgenden Steuervorteilen belohnt:[35]

- Befreiung von Einkommenssteuer auf Dividenden des VCTs
- Befreiung von Kapitalertragssteuer bei Verkauf von VCT-Anteilen am Sekundärmarkt
- Einkommenssteuererleichterung in Höhe von 30 % bei Erwerb von neu erworbenen VCT-Anteilen. Hierfür beträgt die Mindesthaltedauer der Anteile 5 Jahre.

Analog zu Frankreich handelt es sich hier auch um einen Steueranreiz für Privatinvestoren, so dass von Vereinbarkeit mit dem Binnenmarkt ausgegangen werden kann (Art. 21 Abs. 3 AGVO).

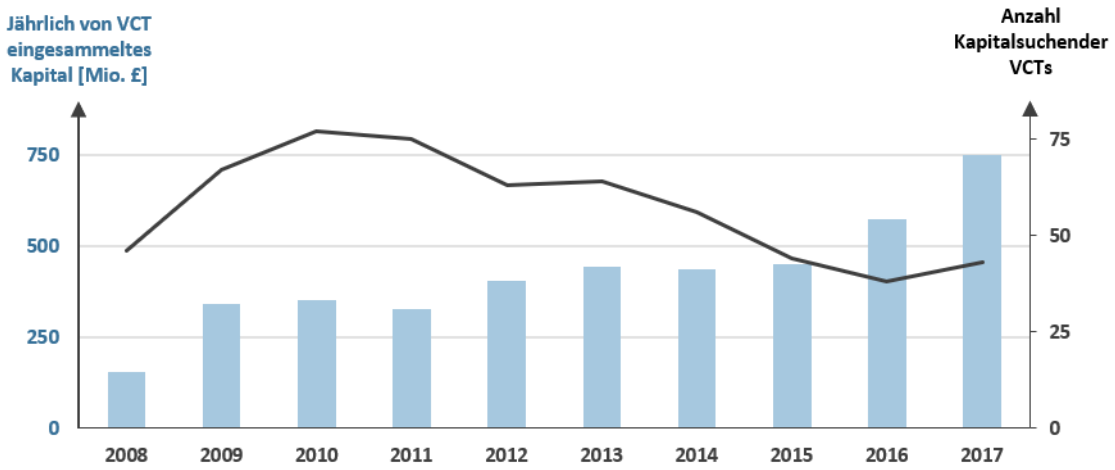
VCTs unterliegen einer Reihe von Anforderungen. So muss mindestens 80 %[36] in sogenannte qualifizierte Unternehmen investiert werden. Das Hauptmerkmal einer qualifizierten Unternehmensbeteiligung ist, dass das Investment dem organischen Wachstum und der Entwicklung des Unternehmens zukommt. Ein Auszug der genaueren Anforderung ist in Abbildung 24 zu finden.

Abbildung 24: Förderung von Venture Capital Trusts[37]

[34] http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1995/4/contents
[35] VCM51010, VCM51200, VCM52000+ (speziell VCM52020)
[36] vor April 2019 70 %
[37] VCM50000 und folgend

Abbildung 25 zeigt das jährlich von VCTs eingesammelte Kapital, welches 2017 745 Mio. £ betrug. Damit sammelten VCTs seit der Einführung vor über 20 Jahren insgesamt mehr als 7,7 Mrd. £ ein. Zur Zeit der Datenerhebung sammelten 43 VCTs Kapital ein und insgesamt 70 VCTs investierten in qualifizierte Unternehmen.[38]

Abbildung 25: Jährlich durch VCTs gesammeltes Kapital



Im Jahr 2017 investierten insgesamt 15.120 britische Anleger in VCTs. Dabei betrug die individuelle Investitionssumme pro VCT bei 41% der Anleger 10.000 £ oder weniger, was zeigt, dass die steuerliche Förderung auch von durchschnittlichen Privatanlegern genutzt wird.[38]

Zusammenfassend zeigt sich, dass die Programme im Vereinigten Königreich in der Lage sind, Wagniskapital auch von Privatanlegern zu mobilisieren, was auch von Marktteilnehmen bestätigt wird:

Auf dem Markt aktives FinTech zu VC-Förderungen im Vereinigten Königreich:
„Die britischen Programme haben viel zusätzliches Kapital in ansässige Unternehmen fließen lassen. Jedoch haben die Programme nicht nur positive Seiten, so finden sich vermehrt sehr unerfahrene Anleger am Markt. Im Großen und Ganzen hat es der Szene aber extrem gut getan - vor allem in den frühen Phasen."

4.3 Steuerliche Begünstigungen im außereuropäischen Ausland

Neben den vorgestellten Förderungen in Frankreich und dem Vereinigten Königreich versuchen weitere Länder Privatpersonen mit Hilfe von steuerlichen Vorteilen für Investitionen in VC-Fonds oder ähnliche Anlagevehikel zu motivieren. Die Ausgestaltungen der Förderungen sind dabei vielfältig, sodass unterschiedliche Förderungen teils sehr unterschiedliche Anlegergruppen adressieren.

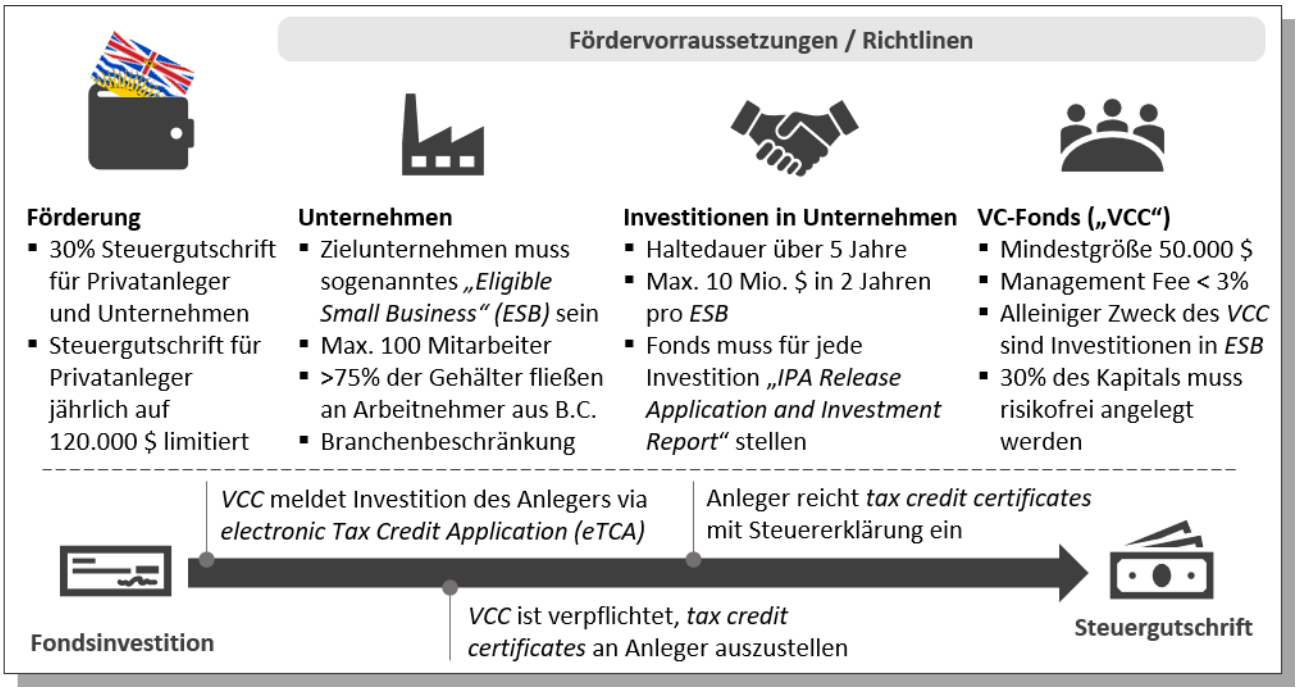
Förderungen, die insbesondere durchschnittliche Privatpersonen adressieren, finden sich unter anderem in Kanada: **Labor-Sponsored Venture Capital Corporations (LSVCC)** sind von Gewerkschaften gegründete kanadische Fonds, die in kleine und mittlere kanadische Unternehmen investieren. Sie unterfallen sowohl gesamtstaatlichen als auch jeweils provinzgebunden Regelungen. Unternehmen müssen in bestimmten Provinzen ansässig sein, um sich zu qualifizieren.

[38] HM Revenue and Customs: *"Venture Capital Trusts Statistics"* (2018)

Seit der landesweiten Einführung der Förderung 1988 wurde Anlegern zunächst eine Steuergutschrift von 15 % auf die in LSVCCs getätigten Investitionen gewährt.[39] Zusätzlich wurden Investoren individuelle Steuervorteile von den jeweiligen kanadischen Provinzen gewährt, sodass teils Steuergutschriften von über 30 % möglich waren.[40] Dabei wurden Investitionen von maximal CAD 5.000 gefördert. Allerdings wurde 2013 von der kanadischen Regierung angekündigt, dass die Steuervorteile für gesamtstaatliche LSVCC auslaufen zu lassen. 2015 wurde die Steuergutschrift auf 10 % abgesenkt, anschließend auf 5 %. Seit 2017 existieren keine Steuervorteile mehr für gesamtstaatliche LSVCC.

Jedoch bieten einige Provinzen weiterhin lokale Förderungen für VC-Investitionen an. Hierzu zählen beispielsweise steuerbegünstigte **Venture Capital Corporations (VCC)** in British Columbia. VCC sind VC-Fonds, die in British Columbia ansässig sein müssen und entsprechend von den zuständigen Behörden genehmigt werden müssen. Sie können nur in sogenannte Eligible Small Business (ESB) investieren, die als solche registriert sind, in British Columbia ansässig sind und 75 % der jährlichen Gehälter an Arbeitnehmer aus British Columbia zahlen.[41] Bei jeder Beteiligung an einem ESB muss der Fonds einen sogenannten „IPA Release Application and Investment Report“ [42] unterzeichnen, mit dem der Fondsmanager bestätigt, dass die Beteiligung alle Fördervoraussetzungen erfüllt.

Abbildung 26: Förderung von Venture Capital Corporations in British Columbia[43]



Während die Förderung in British Columbia für Durchschnittsbürger attraktiv ist und die Förderung über spezielle Fonds geschieht, hat Australien einen anderen Weg gewählt, bei dem marktübliche VC-Fondsinvestments gefördert werden: Um VC-Investitionen von ausländischen Investoren in

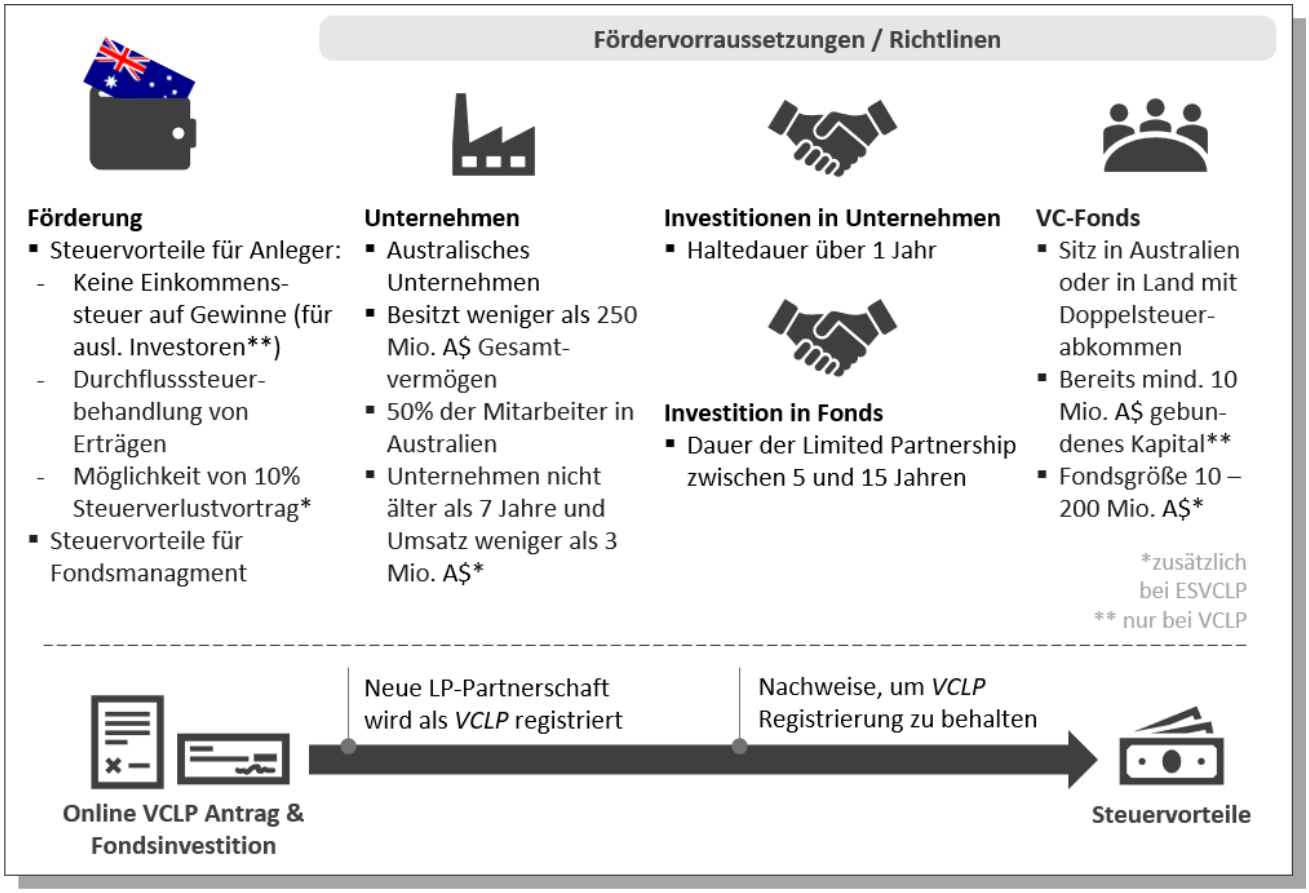
[39] https://www.liberal.ca/information-on-lsvcc-tax-credit/
[40] https://www.saskatchewan.ca/residents/taxes-and-investments/tax-credits/labour-sponsored-funds
[41] Siehe auch *Small Business Venture Act*
[42] https://www2.gov.bc.ca/assets/gov/employment-business-and-economic-development/investment-capital/venture-capital-programs/venture-capital-corporation/ipa-release_application_and_investment_report.pdf
[43] Siehe https://www2.gov.bc.ca/gov/content/employment-business/investment-capital/venture-capital-programs/venture-capital-corporation

Australien zu stimulieren, wurde 2002 das **Venture Capital Limited Partnerships (VCLP)** Programm eingeführt, von dem sowohl ausländische Investoren als auch kapitalsuchende, als Limited Partnership strukturierte, VC-Fonds profitieren.[44] Darüber hinaus bietet das 2007 eingeführte Fondsvehikel **Early Stage Venture Capital Limited Partnerships (ESVCLP)** Steuervorteile, um Investitionen für australische Unternehmen in der Frühphase zu stimulieren.[45]

Neben Vorteilen einer steuerlich transparenten Behandlung, einem möglichen Erlass der Einkommenssteuer auf Gewinne und der Möglichkeit von Verlustvorträgen, bieten beide Programme Vorteile für GPs in der Besteuerung des Carried Interest. Beide Programme sind an wohlhabende Investoren adressiert, für durchschnittliche Privatanleger sind die Programme nicht zugänglich.

Seit der Einführung konnten beide Programme signifikante Kapitalbeträge mobilisieren – 2018 betrug das insgesamt in VCLP gebundene Kapital A$ 10,87 Mrd., wovon A$ 6,52 Mrd. von ausländischen Investoren stammten. ESVCLP konnten insgesamt A$ 1,6 Mrd. mobilisieren.[46]

Abbildung 27: Australisches ESVCLP und VCLP Förderprogramm



[44] https://www.business.gov.au/Assistance/Venture-Capital/Venture-Capital-Limited-Partnerships
[45] https://www.business.gov.au/Assistance/Venture-Capital/Early-Stage-Venture-Capital-Limited-Partnership
[46] https://www.industry.gov.au/data-and-publications/venture-capital-dashboard

4.4 Übertragbarkeit der ausländischen Fördermodelle

Bei Betrachtung der ausländischen Fördermodelle zeigt sich, dass jene Fördermodelle, die auf die Mobilisierung von Kapital von durchschnittlich wohlhabenden Anlegern abzielen, spezielle Fondsvehikel nutzen, die alleinig für die Förderung geschaffen wurden. Förderungen, die es Normalbürgern ermöglichen, zusammen mit intentionellen Investoren in marktübliche VC-Fonds zu investieren, scheint es nicht zu geben. Das australische VCLP- und ESVCLP-Modell gewährt zwar Steuervorteile für Investitionen in VC-Fonds, die deutschen Spezial-AIF ähneln, jedoch ist Förderung eher an institutionelle VC-Fondsinvestoren und nicht an durchschnittliche Privatanleger adressiert.

Bei Betrachtung der administrativen Aspekte der Programme fällt auf, dass die Fonds meist eine Bescheinigung an die Anleger ausstellen. Die Anleger können diese Bescheinigung dann anschließend selbst einreichen, um die Steuervorteile der Förderung zu erhalten.

Die Übertragung der ausländischen europäischen Modelle auf eine INVEST-ähnliche Förderung von Investitionen in VC-Fonds ist hierzulande nicht direkt möglich, was überwiegend auf rechtliche Rahmenbedingungen zurückzuführen ist.

- **Modelle aus Vereinigtem Königreich:** VCTs sind, wie der Name impliziert, Trusts – ein Konzept, welches in Deutschland nicht existiert. Investment Trusts als spezielle Form von Investment Funds, zeichnen sich vor allem dadurch aus, geschlossen und börsennotiert zu sein, sodass diese auch Anlegern am Sekundärmarkt zugänglich sind. Börsennotiert zu sein ist im Hinblick auf deutsche (Publikums-) AIF unüblich, sodass sich eine andere Vergleichsgruppe abzeichnet. Eine Börsennotierung ließe sich zwar mit der in Deutschland zulässigen Investmentaktiengesellschaft erreichen. Diese Rechtsform hat sich aus steuerlichen und gesellschaftsrechtlichen Gründen aber bislang nicht als attraktiv genug erwiesen, um am Markt nennenswert vertreten zu sein.

  VCTs selbst müssen sehr enge Vorgaben bezüglich ihrer getätigten Investments erfüllen, um förderfähig zu sein. In Deutschland existieren keine Fondsstrukturen, die derartig ähnlich detaillierte Vorgaben einhalten müssen. Abgesehen von EuVECA-Fonds existieren in Deutschland keine Fondsstrukturen, deren Anlagebedingungen gesetzlich auf Wachstumsunternehmen zugeschnitten sind und erst recht nicht solche, die eine bestimmte regionale Ansässigkeit der Unternehmen vorgeben.

- **Französisches Modell:** Die in Frankreich steuerbegünstigten FCPRs sind als Sondervermögen strukturiert. Die Errichtung eines Venture Capital Fonds als Sondervermögen ist in Deutschland jedoch ausgeschlossen, wie die Ausführungen in Kapitel 2.2 zeigen. Hiermit sind Strukturen, die dem französischen FCPRs entsprechen, in Deutschland nicht möglich.

5. Prämissen für eine INVEST-ähnliche Förderung von Passivinvestitionen

5.1 Vorgaben und Rahmenbedingungen für ein potenzielles Förderungsmodell

Während die bestehenden Modelle im Ausland zeigen, dass eine Förderung von Investitionen in VC-Fonds von Privatpersonen möglich ist und große Summen an Wagniskapital mobilisieren kann, so ist eine direkte Übertragung dieser Konzepte auf eine deutsche Förderung, die sich am bestehenden INVEST-Zuschuss orientiert, aufgrund von zahlreichen Faktoren nicht ohne weiteres möglich.

Die Rahmenbedingungen, die einer INVEST-ähnlichen Förderung von Wagniskapitalinvestitionen über VC-Fonds zugrunde liegen, sind aufsichtsrechtlicher, beihilferechtlicher und zuwendungsrechtlicher Natur. Darüber hinaus geben die Kapazitäten und Zuständigkeiten der ausführenden Behörden einen Rahmen vor, in dem sich eine potenzielle Passivinvestitionsförderung bewegen muss. Die Förderung soll dabei ein **eigenständiges Programm** sein, **auf dem erfolgreichen bewährten Konzept des INVEST-Programms aufbauen** und bereits bestehende Strukturen und Prozesse soweit möglich nutzen.

Abbildung 28: Rahmenbedingungen und Ziele der etwaigen INVEST-ähnlichen Förderung

Als fundamentale Randbedingung liegt der Förderung zugrunde, dass nicht der bloße Anteilserwerb am VC-Fonds gefördert werden soll, sondern das Investment in die Zielunternehmen durch die Privatpersonen über den VC-Fonds. Investiert also ein VC-Fonds in ein förderfähiges Zielunternehmen, so stünde den förderfähigen Privatpersonen ein Zuschuss zu, welcher sich an der anteiligen Beteiligungshöhe am Zielunternehmen orientiert. Nur auf diese Weise kann sichergestellt werden, dass nur die förderpolitisch gewünschten Investments in Zielunternehmen gefördert werden und beispielsweise nicht die Kosten für die Verwaltung des Fonds (was beihilferechtlich problematisch wäre) oder Investments in Unternehmen, die nicht im Förderfokus liegen. Alternativ müsste eine Quote an die Fonds vorgegeben werden, die den Mindestanteil an förderfähigen Unternehmen vorgibt. Die Quote würde zu einer Einschränkung der Anlagestrategie des Fonds führen, was nicht gewünscht ist. Darüber hinaus wäre der Prüfaufwand, der mit der Sicherstellung der Quote einhergeht, voraussichtlich nicht geringer als eine individuelle Prüfung pro Unternehmensbeteiligung. Eine Quotenregelung würde daher nicht zwingend zu einer Vereinfachung führen, aber voraussichtlich Streuverluste erzeugen und stärker in den Markt eingreifen als eine individuelle Betrachtung der Zielinvestments.

Die Förderfähigkeitsprüfung der Zielunternehmen und die Prüfung der Bezuschussung der Investments soll dem Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle (BAFA) obliegen, das schon mit der Administration des INVEST-Programms betraut ist. Aktuell prüft das BAFA im Rahmen von INVEST jährlich etwa 2.000 Beteiligungen von förderfähigen Investoren, was bereits einen erheblichen administrativen Aufwand darstellt. Die neue potenzielle Förderung soll deshalb möglichst keine grundlegenden neuen Prüfprozesse für das BAFA erfordern, sondern vorhandene Prozesse mit nutzen. Der administrative Aufwand für das BAFA muss also bei der Ausgestaltung einer potenziellen Förderung mitberücksichtigt und möglichst gering gehalten werden.

Eine weitere an die etwaige Förderung gestellte Vorgabe ist die Methode, mit der den Anlegern die monetären Vorteile zugutekommen. Analog zum INVEST-Programm soll dabei die Förderung in Form eines steuerfreien Erwerbszuschusses ausgezahlt werden und nicht wie bei ausländischen Förderungen in Form einer steuerlichen Gutschrift. Steuerliche Vergünstigungen würden einen erheblichen Mehraufwand bei den Finanzämtern verursachen und wären daher unter Aspekten der Verwaltungseffizienz nicht zwingend besser. Zudem hat das INVEST-Programm gezeigt, dass sich steuerliche Vorteile und Bezuschussungen in ihrer Anreizwirkung kaum unterscheiden.

Die Förderung soll darüber hinaus einem möglichst breiten Kreis von Anlegern zugänglich sein, neuen Anlegern den geförderten Zugang zur Anlageklasse Venture Capital ermöglichen und eine möglichst hohe Mobilisierungswirkung entfalten. Insbesondere sollen auch Anleger mit weniger als EUR 200.000 die Förderung nutzen können.

5.2 Orientierung am INVEST-Programm

Obgleich die potenzielle Förderung ein eigenständiges Programm darstellen würde, soll es sich dennoch am erfolgreichen etablierten INVEST-Programm orientieren, das seit der Einführung 2013 einen wichtigen Beitrag leistet, um Kapital von Privatpersonen für Start-ups in der Frühphase zu mobilisieren. So können die Erfahrungswerte von INVEST, welches bereits mehrfach optimiert und weiterentwickelt wurde, auch bei der neuen potenziellen Förderung genutzt werden.

INVEST gewährt Privatpersonen (vor allem Business Angels), die sich auch einer Beteiligungs-GmbH oder UG mit bis zu 6 Gesellschaftern bedienen können, einen steuerfreien Erwerbszuschuss in Höhe von 20 % der in ein Start-up eingebrachten Beteiligungssumme, wenn die erworbenen Anteile für mindestens drei Jahre gehalten werden. Die geförderte Investition muss dabei mindestens EUR 10.000 betragen. Pro Jahr und Investor können Beteiligungen bis maximal EUR 500.000 mit einem Erwerbszuschuss gefördert werden. Durch den Zuschuss wird das Risiko für den Investor signifikant verringert, da keine Rückzahlung der Förderung bei Scheitern des Start-ups notwendig ist. Seit 2017 wird natürlichen Personen darüber hinaus ein Exitzuschuss in Höhe von 25 % des Gewinns gewährt, der die auf Veräußerungsgewinne anfallenden Steuern pauschal kompensiert, sodass die Gewinnaussichten für den Investor bei einer erfolgreichen Beteiligung merklich erhöht werden.

Die Administration des Programms wird vom BAFA übernommen und umfasst die Überprüfungen der Fördervoraussetzungen seitens der Unternehmen, der Investoren und der Beteiligungen sowie die Auszahlung der Förderungen.

Abbildung 29: Administrativer Prozessablauf beim INVEST-Programm[47]

Ein Unternehmen, das INVEST für die Investorenakquise nutzen und seinen Investoren den Zuschuss bei Investition ermöglichen möchte, muss sich vom BAFA die Förderfähigkeit bescheinigen lassen. Zu den **Voraussetzungen**, die ein **Unternehmen** erfüllen muss, zählen dabei:

- nicht älter als 7 Jahre
- weniger als 50 Mitarbeiter (Vollzeitäquivalente)
- Jahresumsatz oder Jahresbilanzsumme von höchstens EUR 10 Mio.
- Kapitalgesellschaft mit Hauptsitz im EWR und mindestens einer Zweigniederlassung in Deutschland
- nachweislich innovativ und fortlaufend wirtschaftlich aktiv.

Nach erfolgreicher Bescheinigung kann sich das Unternehmen auf der Internetseite des BMWi listen lassen. Möchte sich ein Investor an einem INVEST-förderfähigen Unternehmen beteiligen, muss dieser einen Antrag auf den Erwerbszuschuss stellen, der vom BAFA bewilligt wird. Die Unterzeichnung des Beteiligungsvertrags kann jedoch schon vor Erteilung der Bescheinigung erfolgen.

[47] Basierend auf BMWi: *"Broschüre: INVEST Zuschuss für Wagniskapital"* (2016)

Die **Voraussetzungen für Investoren und Investitionen** umfassen folgende Punkte:

- volljährige natürliche Personen mit Hauptwohnsitz im EWR
- Mindestens EUR 10.000 Beteiligungshöhe
- Erwerb von neu ausgegebenen Anteilen auf eigene Rechnung und aus eigenen Mitteln
- Mindesthaltedauer 3 Jahre
- Investitionsentscheidung auf Basis eines vorgelegten Businessplans
- Beteiligung an allen Chancen und Risiken des Unternehmens
- Marktüblichkeit

Jeder Investor kann pro Jahr Zuschüsse für Beteiligungen in Höhe von bis zu EUR 500.000 Euro beantragen. Zusätzlich ist für Investoren, die sich einer Beteiligungsgesellschaft bedienen, die Summe der förderfähigen Beteiligungen auf maximal 1.000.000 Euro in drei Jahren begrenzt. Pro Unternehmen können Anteile im Wert von bis zu drei Millionen Euro pro Jahr bezuschusst werden.

Die etwaige INVEST-ähnliche Förderung soll sich an vielen der obengenannten wesentlichen Aspekte orientieren und auf den Strukturen und Prozessen von INVEST aufbauen. So bietet es sich an, ebenfalls einen Erwerbszuschuss in Höhe von 20 % für förderfähige Investitionen auszuzahlen, wobei die genauen Fördervoraussetzungen auf die Beteiligungen von deutschen VC-Fonds unter Berücksichtigung des vorgegebenen beihilferechtlichen Rahmens angepasst werden würden. Ebenso bedürfen Fördergrenzen und Mindestbeteiligungssummen einer sinnvollen Anpassung, um auf die Charakteristika von Fondsinvestitionen anstatt Direktbeteiligungen abgestimmt zu sein.

5.3 Anforderungen aus Beihilfe- und Zuwendungsrecht

5.3.1 Beihilferecht

a) Hintergrund

Das europarechtliche Beihilfeverbot erklärt staatliche oder aus staatlichen Mitteln gewährte Beihilfen, die durch die Begünstigung bestimmter Unternehmen oder Produktionszweige den Wettbewerb verfälschen oder zu verfälschen drohen, als mit dem Binnenmarkt unvereinbar, soweit sie den Handel zwischen Mitgliedsstaaten beeinträchtigen (Art. 107 Abs. 1 AEUV). Allerdings nennt das Gesetz abschließend aufgezählte Ausnahmetatbestände, die staatliche Beihilfen als mit dem Binnenmarkt vereinbar erklären (Art. 107 Abs. 2 und 3 AEUV). Hiernach sind Beihilfen zur Förderung gewisser Wirtschaftszweige mit dem Binnenmarkt vereinbar (Art. 107 Abs. 3 c) AEUV). Die Mitgliedsstaaten müssen vor Einführung einer Beihilfemaßnahme diese grundsätzlich bei der EU-Kommission anmelden (sog. Notifizierung). Die Kommission überprüft im Anschluss die Vereinbarkeit der beabsichtigten Maßnahme mit dem Binnenmarkt (Art. 108 Abs. 3 AEUV).

Eine Anmeldepflicht entfällt, wenn die beabsichtigte Maßnahme in den Anwendungsbereich der Allgemeinen Gruppenfreistellungsverordnung[48] (AGVO) fällt. Diese legt bestimmte Gruppen von Beihilfen fest, die eindeutig die Voraussetzungen der Vereinbarkeit mit dem Binnenmarkt erfüllen. Für die geplante INVEST-ähnliche Förderung sind diese Ausnahmen jedoch nicht relevant, da sie für Förderungen auf Investorenebene nur steuerliche Instrumente und keine Zuschüsse umfassen.

Liegt außerdem eine Maßnahme unterhalb des Schwellenwertes der De-minimis Verordnung[49], gilt sie aufgrund von Geringfügigkeit als beihilferechtlich nicht relevante Maßnahme und eine Anmeldepflicht entfällt ebenfalls. Diese Schwelle liegt bei einem Wert von EUR 200.000 innerhalb eines Zeitraums von drei Jahren pro Empfänger.

Im Bereich der Risikofinanzierung sind ferner die Leitlinien der Kommission für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen (2014/C 19/04) einschlägig. Anmeldepflichtige Beihilfemaßnahmen, also solche, die weder in den Anwendungsbereich der AGVO noch in den der De-minimis-VO fallen, werden von der Kommission anhand der Voraussetzungen dieser Leitlinien bezüglich ihrer Vereinbarkeit mit dem Binnenmarkt bewertet (Art. 107 Abs. 3 c) AEUV).

b) Beihilferechtliche Relevanz auf Investorenebene

Beihilfeempfänger können nur Unternehmen sein (Art. 107 Abs. 1 AEUV). Der sehr weite beihilferechtliche Unternehmensbegriff wurde durch Rechtsprechung des EuGH festgelegt. Unternehmen sind hiernach Einheiten, die eine wirtschaftliche Tätigkeit ausüben. Der Gegenstand der Tätigkeit muss im Anbieten von Waren und Dienstleistungen auf dem Markt bestehen.[50] Zwar sind natürliche Personen von diesem Begriff nicht per se ausgeschlossen, allerdings liegt bei diesen in der Regel kein Anbieten von Waren und Dienstleistungen auf dem Markt vor. Auch ein als Kapitalgesellschaft (z.B. GmbH) verfasster Investmentclub dürfte als Empfänger des Zuschusses beihilferechtlich nicht relevant sein. Ein Investmentclub bietet im weiteren Sinne zwar eine

---

[48] *Verordnung der Kommission (EU) Nr. 651/2014* (17. Juni 2014)

[49] *Verordnung der Kommission (EU) Nr. 1407/2013* (18. Dezember 2013)

[50] EuGH, Urteil v. 10.01.2006, Rs. C-222/04, *Cassa di Risparmio*, Slg. 2006, I-289, Rn. 107

Dienstleistung, nämlich die kollektive Kapitalanlage an. Er ist aber aufsichtsrechtlich darauf beschränkt, kein Kapital am Markt einzusammeln, sodass er die Dienstleistung der Kapitalanlage auch nicht an einem Markt anbietet.

Bietet ein Investor keine Kapitalanlage am Markt an, übt aber Kontrollaufgaben in der Zielgesellschaft aus, kann eine wirtschaftliche Tätigkeit nach dem beihilferechtlichen Unternehmensbegriff dennoch vorliegen. Hierfür ist jedoch eine tatsächliche unmittelbare oder mittelbare Einflussnahme auf die Verwaltung der Zielgesellschaft entscheidend.[51] Eine natürliche Person oder ein Investmentclub ist bei Erfüllung dieser Voraussetzung eine Einheit mit beihilferechtlicher Relevanz. Die Kapitalanlage von natürlichen Personen und Investmentclubs über VC-Fonds im Rahmen des INVEST-ähnlichen Förderprogramms ist jedoch auf Minderheitsbeteiligungen gerichtet. Das Ausüben von Kontrollaufgaben ist somit typischerweise ausgeschlossen.

Als Vorsichtsmaßnahme kann für Investmentclubs in der geplanten Fördermaßnahme – wie auch beim INVEST-Programm – eine Beschränkung auf den De-minimis Betrag vorgenommen werden. Dies ist jedoch rechtlich nicht zwingend notwendig. Pro Investmentclub dürften dann innerhalb von drei Steuerjahren EUR 200.000 als Zuschuss gewährt werden. In Bezug auf natürliche Personen kann jedenfalls auf die De-minimis Beschränkung verzichtet werden, da eine Klassifizierung als beihilferechtlich relevantes Unternehmen fernliegend erscheint.**c) Beihilferechtliche Relevanz auf Fondsebene**

Ein VC-Fonds sowie seine KVG üben in der Regel eine wirtschaftliche Tätigkeit aus, indem sie zum Nutzen der Anleger investieren und damit das Verwalten, Halten und Mehren von Vermögen als Dienstleistung am Markt anbieten. VC-Fonds sind damit grundsätzlich beihilferechtlich relevante Unternehmen. Die Fördermaßnahme sollte also so ausgestaltet sein, dass die Fonds faktisch keine Beihilfe erhalten. Fraglich ist deshalb, ob eine Förderung des Anlegers, die eventuell für eine höhere Beteiligung an einem VC-Fonds genutzt werden kann, als mittelbare Förderung des Fonds anzusehen ist. Nach den Leitlinien der Kommission zur Förderung von Risikofinanzierung führt jedoch der Umstand, dass ein Finanzintermediär seine Vermögenswerte erhöht und sein Manager durch Kommissionen einen höheren Einsatz erreichen kann, nicht zu einer Beihilfe für Finanzintermediäre und/oder deren Manager.[52] Es handelt sich lediglich um einen sekundären wirtschaftlichen Effekt der Beihilfemaßnahme. Eine Förderung des Investors, die an Investments des Fonds in Zielunternehmen geknüpft ist, ist damit keine Förderung des Fonds.

Beihilferechtlich problematisch wäre eine Zahlung des Zuschusses aufgrund des Anteilserwerbs des Investors am Fonds. Ein solcher Zuschuss könnte eine indirekte Förderung des Fonds sowie des Fondsmanagers darstellen. Denn aus dem Fondsvermögen, das sich aus den Kapitaleinzahlungen der Anleger speist, wird neben den Beteiligungen an Portfoliounternehmen auch die Verwaltungsvergütung (Management Fee) finanziert. Würde eine Förderung des Anteilserwerbes am VC-Fonds erfolgen, würde hiervon teilweise der Manager über die Management Fee profitieren. Eine Förderung des Fonds selbst durch Zahlung des Zuschusses an den Investor aufgrund des Anteilserwerbes würde ferner durch Beteiligung an den allgemeinen Fondskosten für

[51] EuGH, Urteil v. 10.01.2006, Rs. C-222/04, *Cassa di Risparmio*, Slg. 2006, I-289, Rn. 111 ff.

[52] *Mitteilung der Kommission zu den Leitlinien für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen (2014/C 19/04)* (nachfolgend: „*EU-Kommission - Leitlinien für Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen*“), Rn. 43.

Jahresabschlüsse, Steuererklärungen, Errichtungskosten etc. des Fonds entstehen.[53] Dies würde über die nach den Leitlinien zugelassene bloße Vermögenswerterhöhung hinausgehen [54]. Wird die Investition des Fonds in ein Portfoliounternehmen als auslösendes Moment und Berechnungsgrundlage für den Zuschuss bestimmt, liegt keine Beihilfemaßnahme an den Fonds vor. Selbst wenn der Zuschuss zunächst an den Fonds ausbezahlt wird, besteht keine beihilferechtliche Relevanz, solange der Fonds lediglich als „durchreichendes" Instrument an den Privatinvestor (z.B. über eine Treuhandvereinbarung) fungiert.

d) Beihilferechtliche Relevanz auf Portfoliounternehmensebene

Die Portfoliounternehmen des Fonds sind beihilferechtlich relevant. Bei Vorliegen einer Beihilfe auf Ebene der Investoren, des Finanzintermediäres oder seiner Manager kann laut Kommission im Allgemeinen davon ausgegangen werden, dass diese zumindest zum Teil an das Zielunternehmen weitergereicht wird.[54] Der aus staatlichen Mitteln gewährte Vorteil fließt den Portfoliounternehmen also mittelbar zu.[55] Um diese beihilferechtliche Relevanz auf Ebene der Portfoliounternehmen zu begründen, müssen auf Ebene der Investoren nicht alle Tatbestandsmerkmale der Beihilfe erfüllt sein. Der einzelne Investor muss kein Unternehmen nach dem beihilferechtlichen Unternehmensbegriffs sein, damit sein Zuschuss eine Beihilfe auf Portfoliounternehmensebene wird.[56]

Zur Beurteilung des Erreichens der De-minimis-Schwelle muss der Zuschussbetrag, der pro Unternehmen an sämtliche beantragende Investoren fließt, zugrunde gelegt werden. Dieser Betrag dürfte dementsprechend einen Wert von EUR 200.000 innerhalb von drei Jahren nicht überschreiten. Die Einhaltung dieses Schwellenwertes wäre bei der geplanten im größeren Umfang angelegten Förderung eine zu große Einschränkung. Auf Ebene der Portfoliounternehmen ist demnach eine Einhaltung der De-minimis-Schwelle, wie auch bei INVEST, nicht umsetzbar.

Die Beihilfemaßnahme muss somit notifiziert werden (Art. 108 Abs. 3 AEUV). Es ist zu erwarten, dass sich die Kommission bei der Prüfung an ihren Leitlinien zur Förderung von Risikofinanzierung orientiert.[57] Die Beihilfemaßnahme muss hiernach:

- zu einem genau definierten Ziel von gemeinsamem Interesse beitragen,
- erforderlich sein zur Behebung eines Marktversagens,
- geeignet sein für die Verwirklichung des Ziels von gemeinsamem Interesse,
- angemessen sein und in diesem Sinne übermäßige negative Auswirkungen auf den Wettbewerb und den Handel zwischen den Mitgliedstaaten vermeiden und
- transparent sein.[58]

Bezüglich des mit der Maßnahme verfolgten Ziels kann weitgehend auf die Erkenntnisse dieses Berichts zurückgegriffen werden. Hierbei muss allgemein dargelegt werden, dass das politische Ziel der Maßnahme die Bereitstellung von Finanzmitteln für den VC-Bereich in Deutschland ist. Darüber

[53] *EU-Kommission - Leitlinien für Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen (2014/C 19/04)*, Rn. 88.
[54] *EU-Kommission - Leitlinien für Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen (2014/C 19/04)*, Rn. 43, 44.
[55] *Bekanntmachung der Kommission zum Begriff der staatlichen Beihilfe vom 19.07.16 (2016/C 262/01),* Rn. 43.
[56] *Bekanntmachung der Kommission zum Begriff der staatlichen Beihilfe vom 19.07.16 (2016/C 262/01),* S. 26.
[57] *Kommission - Leitlinien für Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen (2014/C 19/04)*
[58] *Kommission - Leitlinien für Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen (2014/C 19/04),* Rn. 54.

hinaus müssen die spezifischen mit der Maßnahme verfolgten Ziele genannt werden. Hierbei sind Faktoren zu nennen, wie die erforderliche und geplante Investition des Privatsektors und die erwartete Anzahl von Endempfängern. Auch die Finanzintermediäre, also die Fonds, müssen in diesem Zusammenhang angehalten werden, zur politischen Zielsetzung beizutragen.[59]

Die Erforderlichkeit der Maßnahme kann unter anderem von den durch die Maßnahme festgelegten Fördervoraussetzungen der Unternehmen abhängen. Die Bereitstellung von Mitteln darf hierbei nicht weiter gehen als zur Behebung des tatsächlichen Marktversagens. Die Fördervoraussetzungen müssen also so ausgestaltet sein, dass lediglich die Unternehmen Beihilfe erhalten, die auch von der Finanzierungslücke betroffen sind. Werden die Voraussetzungen der Begriffsbestimmung für beihilfefähige KMU gemäß der AGVO eingehalten, kann dies bereits für Erforderlichkeit sprechen. KMU können zusammenfassend als Unternehmen bezeichnet werden, die weniger als 250 Personen beschäftigen und entweder einen Jahresumsatz von höchstens EUR 50 Mio. erzielen oder deren Jahresbilanzsumme sich auf höchstens EUR 43 Mio. beläuft.[60] Beihilfefähig nach der AGVO sind diese KMU, wenn sie entweder noch auf keinem Markt tätig sind, seit dem ersten Verkauf noch keine sieben Jahre gewerblich tätig sind oder eine erste Risikofinanzierung benötigen, die ausgehend von einem Geschäftsplan mehr als 50 % ihres durchschnittlichen Jahresumsatzes in den vorangegangenen fünf Jahren beträgt (Art. 21 Abs. 5 AGVO). Mit der Aufnahme der Voraussetzung eines Höchstalters von sieben Jahren für KMU, wie sie auch das INVEST Programm vorgibt, wäre die Darlegungspflicht im Rahmen der Erforderlichkeit entsprechend erleichtert.[60] Bei Nichteinhaltung dieser Schwellen müsste dargestellt werden, weshalb auch für Unternehmen, die diese Fördervoraussetzungen nicht erfüllen, Finanzierungsengpässe vorliegen.[61] Die Kommission hat bereits steuerliche Beihilfemaßnahmen oberhalb der genannten Schwellen im Vereinigten Königreich bewilligt, da die Erforderlichkeit ausreichend nachgewiesen wurde.[62]

Bei der Prüfung der Geeignetheit der Beihilfemaßnahme vergleicht die Kommission diese unter anderem mit anderen politischen Instrumenten im Hinblick auf Wirksamkeit und Effizienz. Die Beihilfemaßnahme sollte auf eine genau definierte Kategorie von beihilfefähigen Unternehmen ausgerichtet sein. Können die Zielunternehmen als Endempfänger Finanzmittel mobilisieren, die anderenfalls nicht in derselben Form, demselben Umfang oder zu demselben Zeitpunkt zur Verfügung gestanden hätten, liegt ein entsprechender Anreizeffekt vor.[63]

Des Weiteren prüft die Kommission die Angemessenheit der Beihilfemaßnahme, also ihr angemessenes Verhältnis zum jeweiligen Marktversagen. Die Beihilfe muss auf das Minimum beschränkt sein, das unbedingt erforderlich ist, um Mittel zur Schließung der Finanzierungslücke zu mobilisieren.[64] Auf Ebene der mittelbaren Beihilfeempfänger, also der Portfoliounternehmen, bejaht die Kommission in der Regel eine Angemessenheit, wenn der vorgesehene Gesamtbetrag der Förderung auf den Umfang der ermittelten Finanzierungslücke beschränkt ist.[65] Außerdem können

---

[59] *Kommission - Leitlinien für Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen (2014/C 19/04),* Rn. 58

[60] Anhang I der *Allgemeinen Gruppenfreistellungsverordnung* der Kommission 651/2014 Art. 2 Abs. 1

[61] *Kommission - Leitlinien für Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen (2014/C 19/04),* Rn. 69-74

[62] Europäische Kommission: *State aid n° SA. 49923 (2018/N) - United Kingdom Amendments to the existing aid schemes "Enterprise Investment Scheme" and "Venture Capital Trust scheme"* (2018)

[63] *Kommission - Leitlinien für Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen (2014/C 19/04),* Rn. 123, 130

[64] *Kommission - Leitlinien für Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen (2014/C 19/04),* Rn. 133

[65] *Kommission - Leitlinien für Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen (2014/C 19/04),* Rn. 134

Parameter, wie eine Mindesthaltedauer der Anteile am Unternehmen seitens des Fonds, für Angemessenheit sprechen.[66]

Um dem Transparenzerfordernis zu genügen sollten sämtliche Informationen der Beihilferegelung auf einer Beihilfewebsite veröffentlicht werden. Hierzu zählen der Wortlaut der Beihilferegelung und ihre Durchführungsbestimmungen, der Name der Bewilligungsbehörde sowie unter Umständen der Gesamtbetrag der Beteiligung des Mitgliedsstaates an der Maßnahme.[67]

5.3.2 Zuwendungsrecht

Gegenstand des Zuwendungsrechts ist es, finanzielle Unterstützung von nicht-staatlichen Maßnahmen und Institutionen außerhalb der Staatsverwaltung zu regeln. Dies betrifft Maßnahmen, zu denen der Zuwendungsgeber (hier der Bund) nicht gesetzlich verpflichtet ist, an denen er jedoch ein erhebliches Interesse hat.[68] Fällt die Bereitstellung von Geldern in den Zuwendungsbegriff der Bundeshaushaltsordnung (BHO), müssen die sich hieraus ergebenden zuwendungsrechtlichen Rahmenbedingungen beachtet werden, die sich hauptsächlich nach § 23 und § 44 BHO richten.

a) Zuwendungsbegriff

Zuwendungen im gesetzlichen Sinne sind Ausgaben und Verpflichtungsermächtigungen für Leistungen an Stellen außerhalb der Bundesverwaltung zur Erfüllung bestimmter Zwecke (§ 23 BHO). Die Zuwendung selbst ist eine Leistung, welche auch im Haushaltsrecht als bewusste und zweckgerichtete Mehrung fremden Vermögens verstanden wird und nur Geldleistungen umfasst.[69] Die Zahlung von Zuschüssen an private Investoren ist eine bewusste und zweckgerichtete Mehrung von deren Vermögen zur Erfüllung des Zweckes der Schließung der Finanzierungslücke im Wagniskapitalmarkt.

b) Zuwendungsempfänger

Durch den Zuschuss wird das Vermögen der Investoren zweckgerichtet gemehrt, was sie zu Zuwendungsempfängern im Sinne der BHO macht.[69] Der Fonds als durchreichendes Instrument soll gerade nicht Zuwendungsempfänger sein, da die Geldmittel nicht in dessen Vermögen übergehen. Das Halten der Geldmittel kann als Treuhandverhältnis des Fonds mit den Investoren ausgestaltet werden.

c) Veranschlagungsvoraussetzungen (§ 23 BHO)

Zuwendungen dürfen nur veranschlagt, also getätigt werden, wenn der Bund an einer Zweckerfüllung durch Stellen außerhalb der Bundesverwaltung ein erhebliches Interesse hat (§ 23 BHO). Bezugspunkt ist also die hinter der Finanzierung stehende Erfüllung eines bestimmten Zweckes. Dieser Zweck bezieht sich vorliegend auf die Schließung der Finanzierungslücke im Wagniskapitalmarkt. An dieser Schließung muss der Bund erstens generell ein Interesse begründen und zweitens darlegen, weshalb dies nur durch die Bereitstellung von Kapital durch private Investoren erreicht werden kann.

---

[66] *Kommission - Leitlinien für Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen (2014/C 19/04),* Rn. 150
[67] *Kommission - Leitlinien für Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen (2014/C 19/04),* Rn. 166
[68] Müller/Richter/Ziekow, *Handbuch Zuwendungsrecht*, A. Grundlagen Rn. 1
[69] Gröpl, *BHO/LHO Staatliches Haushaltsrecht* Kommentar § 23 Rn. 8, 12

Außerdem darf dieses erhebliche Bundesinteresse ohne die Zuwendung nicht oder nicht im notwendigen Umfang zu befriedigen sein (§ 23 BHO). Diese vorgegebene Subsidiarität geht auf den Haushaltsgrundsatz der Wirtschaftlichkeit und Sparsamkeit zurück und verlangt, dass sonstige Finanzierungsmöglichkeiten nicht ausreichend sind.[70] Begründet werden muss somit, dass sonstige Finanzierungsmöglichkeiten nicht ausreichend sind, um die Finanzierungslücke im Wagniskapitalmarkt zu schließen und es deshalb der INVEST-ähnlichen Förderung bedarf.

d) Fonds als Vertreter des Antragstellers

Eine Zuwendung wird auf schriftlichen Antrag hin bewilligt (Nr. 3 VV-BHO zu § 44[71]), der grundsätzlich von den potenziellen Zuwendungsempfängern, also den Investoren, gestellt werden muss. Für den INVEST-ähnlichen Zuschuss ist vorstellbar, dass der VC-Fonds als bevollmächtigter Vertreter der Investoren den Zuschuss beantragt. Die Investoren müssten in diesem Fall nicht selbstständig tätig werden und die Anträge können gebündelt werden, sodass der Prüfungsaufwand für das BAFA verringert wird. Da weder die BHO noch die VV-BHO diesbezügliche Reglungen enthalten, kann auf allgemeine Verwaltungsverfahrensgrundsätze zurückgegriffen werden. Hiernach ist bei ausreichender Bevollmächtigung eine Vertretung möglich (§ 14 Abs. 1 VwVfG) und der Fonds kann für die Privatinvestoren Anträge auf den INVEST-ähnlichen Zuschuss stellen. Ist der Fonds schließlich als Bevollmächtigter bestellt, so soll sich die Behörde auch an ihn wenden (§ 14 Abs. 3 VwVfG).

e) Fonds als Treuhänder

Für die INVEST-ähnliche Förderung wird angedacht, dass der Fonds die Zuschüsse zunächst erhält, diese treuhänderisch verwaltet und letztlich an die Investoren auszahlt. Dies wäre aus verwaltungspraktischer Sicht vorzugswürdig, da auch der Fonds den Antrag auf Zahlung des Zuschusses für die Investoren stellen soll und ohnehin Auszahlungen an seine Anleger tätigt und dadurch über die notwendigen Kontodaten verfügt.
Hierbei ist zu beachten, dass eine Verwaltung von Bundesmitteln von Stellen außerhalb der Verwaltung ebenfalls an den Voraussetzungen einer Zuwendung gemessen werden muss (§ 44 Abs. 2 S. 1 BHO). Eine Verwaltung von Vermögensgegenständen des Bundes liegt vor, wenn diese nicht-öffentlichen Stellen zur Erfüllung von Bundesaufgaben im Rahmen eines Treuhandverhältnisses Aufgaben leisten oder Einnahmen erheben (Nr. 16.2 VV-BHO zu § 44). Der Kreis der möglichen Treuhänder unterliegt keinen Beschränkungen.[72] Privatrechtlich organisierte Stellen kommen ebenfalls in Betracht, sodass ein VC-Fonds Treuhänder sein und somit Bundesmittel im Sinne des § 44 BHO verwalten kann. Grundsätzlich erforderlich ist also, wie es für Zuwendungen verlangt wird, ein erhebliches Interesse des Bundes an der Übertragung der Verwaltung, das anderweitig nicht oder nicht im notwendigen Umfang befriedigt werden kann (§ 23 BHO). Allerdings wird die Voraussetzung des erheblichen Interesses in Nr. 17 VV-BHO zu § 44 relativiert, indem auf Zulässigkeit bereits bei bloßem Interesse an der Treuhandverwaltung hingewiesen wird.[72] Mit Blick auf die administrativen Schwierigkeiten, die eine direkte Auszahlung an Investoren mit sich bringen würde, dürfte ein Interesse an der ausgelagerten Treuhandverwaltung zu bejahen sein. Als weitere Voraussetzung gibt Nr. 17 VV-BHO zu § 44 vor, dass die Stellen für eine solche Verwaltung geeignet sein und die Gewähr

[70] Gröpl, *BHO/LHO Staatliches Haushaltsrecht* Kommentar § 23 Rn. 33
[71] Verwaltungsvorschriften zu § 44 Abs. 1 der Bundeshaushaltsordnung
[72] Gröpl, *BHO/LHO Staatliches Haushaltsrecht* Kommentar § 44 Rn. 127, 125

für eine ordnungsgemäße Geschäftsführung bieten müssen. Aus diesem Grund sind im konkreten Verfahren die Einzelheiten der Durchführung, wie beispielsweise Pflichten des Auftragnehmers, Prüfungsrechte des Auftraggebers und Haftungsfragen, in schriftlicher Vereinbarung festzuhalten (Nr. 18 VV-BHO zu § 44). Sind diese Voraussetzungen erfüllt, ist der Fonds als Treuhänder befugt, für seine Anleger Ausgaben zu leisten und Einnahmen zu erheben, also den Zuschuss an die Investoren weiterzuleiten.[73]

Soll der Fonds darüber hinaus über die konkrete Bewilligung der Zuschüsse entscheiden und damit diese durch einen Verwaltungsakt im eigenen Namen erlassen, müsste eine Beleihung mit diesen Befugnissen befolgen, die strengere Zulässigkeits- und Verfahrensvoraussetzungen impliziert (§ 44 Abs. 3 BHO). Dies ist jedoch für die geplante INVEST-ähnlichen Förderung nicht angedacht, da das BAFA über Bewilligungen von Zuschüssen entscheiden soll.

[73] Gröpl, *BHO/LHO Staatliches Haushaltsrecht* Kommentar § 44 Rn. 130

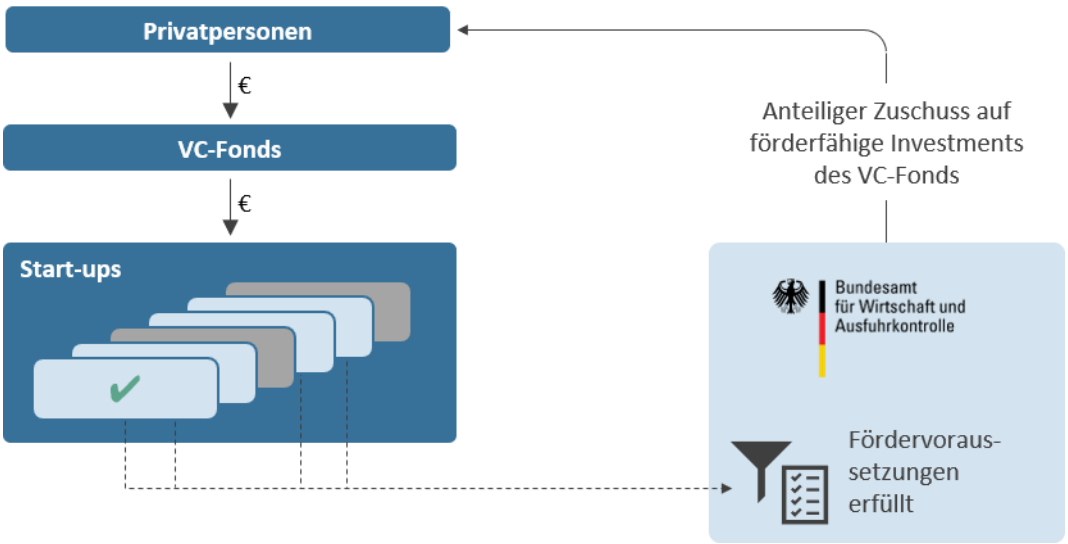
5.4 Grundkonzept der Förderung und abgeleitete Fördervoraussetzungen

Das nachfolgende Förderkonzept berücksichtigt die Beschränkungen durch Rahmenbedingungen und orientiert sich an den Anforderungen des Marktes. Die fundamentale Prämisse der Förderung von Investitionen in einzelne Zielunternehmen über den VC-Fonds resultiert in dem in Abbildung 30 dargestellten Grundkonzept.

Hierbei investieren Privatpersonen in VC-Fonds, die sich wiederum an Start-ups beteiligen. Ein Teil dieser Start-ups erfüllt dabei die gesetzten Fördervoraussetzungen. Für Beteiligungen an diesen Start-ups wird den Anlegern, nach erfolgreicher Prüfung aller Fördervoraussetzungen durch das BAFA, der jeweilige anteilige Erwerbszuschuss ausbezahlt. Hierbei scheint ein Erwerbszuschuss analog zum INVEST-Programm in Höhe von 20 % der Investitionssumme ein sinnvoller Wert zu sein. Insbesondere aufgrund der langen Zeithorizonte bei Fondsinvestitionen und der zusätzlichen Komplexität scheint eine Förderung analog zum Exitzuschuss vorerst nicht zwingend notwendig oder sinnvoll für die etwaige Förderung zu sein. Der Exitzuschuss ist auch im bisherigen INVEST-Programm ein erst später hinzugetretenes Instrument.

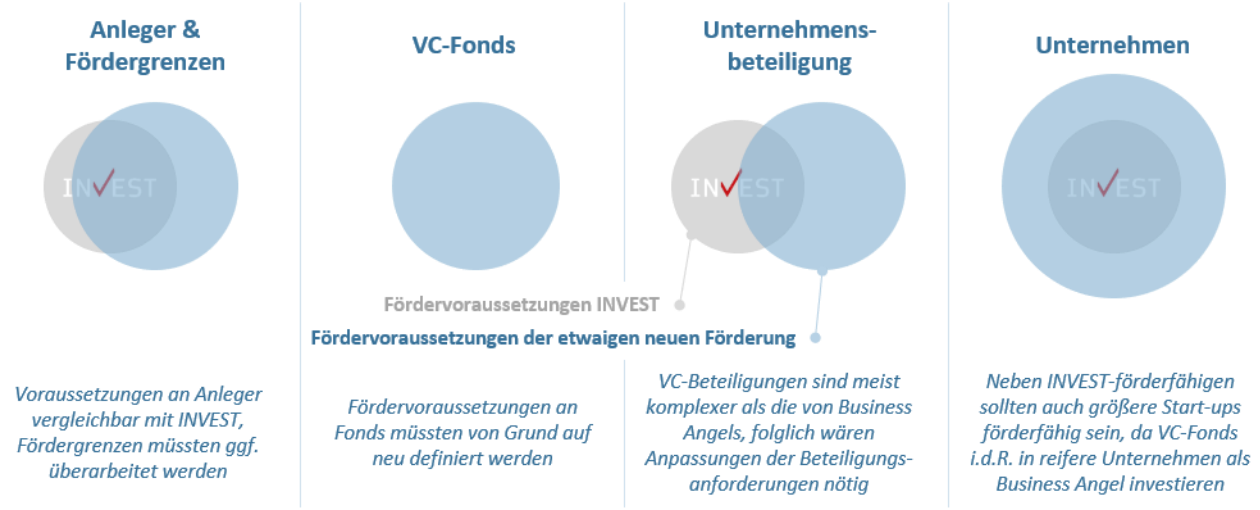
Alle Prüfungsprozesse sowie weitere administrativen Tätigkeiten, die nicht vom Anleger oder dem Fonds übernommen werden, werden vom BAFA als ausführender Behörde der Förderung übernommen.

Abbildung 30: Grundschema der angedachten Förderung



Während an Investitionen unter dem INVEST-Programm zwei Parteien, Investoren und Start-ups, beteiligt sind, sind bei einer Passivinvestitionsförderung drei interagierende Parteien zu berücksichtigen: Anleger, VC-Fonds und Start-ups. Wegen der notwendigen Einbeziehung der Fonds als zusätzliche Partei sowie aufgrund der neuen Rahmenbedingungen und Ziele der Förderung müssen die für das INVEST-Programm definierten Fördervoraussetzungen angepasst und erweitert werden. Hierbei sind Fördervoraussetzungen an die Anleger, die Unternehmen, sowie die Fonds und Beteiligungen an den Unternehmen zu definieren. Zum Großteil werden sich die Fördervoraussetzungen dabei an denen des INVEST-Programms orientieren.

Abbildung 31: Vergleich von Fördervoraussetzungen von INVEST-Programm und angedachter Förderung



So werden ebenfalls volljährige, natürliche Personen mit Hauptwohnsitz im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) die Förderung in Anspruch nehmen können. Darüber hinaus sind bei INVEST auch Beteiligungs-GmbHs und -UGs mit Sitz im EWR förderfähig, sofern sie maximal sechs ausschließlich natürliche Personen als Gesellschafter aufweisen. Die Zulassung von Beteiligungs-GmbHs und -UGs als Investitionsvehikel ist auch für die Passivinvestitionsförderung elementar, da in Deutschland schätzungsweise etwa 80 % aller Investitionen von Privatpersonen in deutsche VC-Fonds über solche Gesellschaften erfolgen. Für diese Anlagevehikel kann man, wie bei INVEST, entsprechend der De-minimis-Beihilfe-Regelung den maximalen Förderungsbetrag auf 200.000 EUR in drei Jahren deckeln, was jedoch nach den Ergebnissen dieser Studie rechtlich nicht zwingend erscheint.[74] Während die Mindestbeteiligungssumme bei INVEST 10.000 EUR beträgt, ist für eine Passivinvestitionsförderung eine solche Grenze für Investitionen in Spezial-AIF aufgrund der hohen Mindestbeteiligungssummen für semi-professionelle Anleger nicht notwendig. Für förderfähige Beteiligungen von Investitionen, die von Publikumsfonds getätigt werden, ist eine Mindestbeteiligungssumme hingegen sinnvoll, um den Verwaltungsaufwand beim BAFA und die ausgezahlten Zuwendungen in einem angemessenen Verhältnis zu halten.

Die an die VC-Fonds gestellten Fördervoraussetzungen sollten die Fonds möglichst wenig einschränken und dennoch einen ausreichenden Anlegerschutz gewährleisten. Beispielsweise scheint eine Beschränkung des maximalen Fondsvolumens wenig sinnvoll, da gerade groß-volumige Fonds in jenen Phasen investieren, in denen hierzulande eine Finanzierungslücke klafft. Obgleich fast alle der relevanten deutschen VC-Fonds geschlossene Spezial-AIF sind, wäre es jedoch wünschenswert, dass auch Publikums-AIF förderfähig sind, um auch Privatanlegern die Möglichkeit zu bieten, von der etwaigen Förderung zu profitieren. Um zu verhindern, dass Investitionen über Fonds mit überhöhten Kostenstrukturen gefördert werden, können Anforderungen an die maximale Managementgebühr und den Ausgabeaufschlag sinnvoll sein. Die Beschränkung der jährlichen Managementgebühr auf 3 %, analog zu VCCs aus British Columbia, könnte hierbei als eine erste Orientierung dienen.

[74] Vgl. oben Ziffer 5.3.1.b.

Da die neue Förderung sich an das bestehende INVEST-Programm anlehnen soll, ist es denkbar, die Fördervoraussetzungen für die Zielunternehmen aus dem INVEST-Programm zu übernehmen. Die Fördervoraussetzungen des INVEST-Programms entsprechen der Definition von kleinen Unternehmen der EU-Kommission in Bezug auf Mitarbeiterzahl, Jahresumsatz und Bilanzsumme. Die mit dieser Definition einhergehenden Begrenzungen sind für eine Förderung von Frühphaseninvestitionen durch Business Angels durchaus sinnvoll und ausreichend. Für eine Förderung von Investitionen über VC-Fonds, die auch die Wachstumsphase erreichen soll, ist jedoch eine Erweiterung dieser Grenzen für eine Förderung von Beteiligungen durch VC-Fonds notwendig. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass auch Unternehmen in späteren Phasen gefördert werden sollen, ist eine Orientierung an der EU-Definition von mittleren Unternehmen sinnvoll. Da die Fördervoraussetzungen für Unternehmen gegenüber INVEST nahezu gleich sind (in Einzelpunkten z.B. bzgl. Mitarbeiteranzahl oder Umsatz sogar weniger restriktiv), kann administrativer Aufwand beim BAFA eingespart werden, da INVEST-förderfähige Unternehmen automatisch auch alle Fördervoraussetzungen der Passivinvestitionsförderung erfüllen.

Abbildung 32: Fördervoraussetzungen für Unternehmen

	INVEST Zuschuss für Wagniskapital	Definition der EU-Kommission	
	Förder-voraussetzungen	**Kleine Unternehmen**	**Mittlere Unternehmen**
Maximales Unternehmensalter	7 Jahre		
Mitarbeiteranzahl	< 50	< 50	< 250
Jahresumsatz	≤ 10 Mio. EUR	≤ 10 Mio. EUR	≤ 50 Mio. EUR
Jährliche Bilanzsumme	≤ 10 Mio. EUR	≤ 10 Mio. EUR	≤ 43 Mio. EUR
Nicht an Börse notiert	✓		
Hauptsitz im EWR & Zweig-niederlassung in Deutschland	✓		
Innovativ	✓		

Daneben muss die Beteiligung am Zielunternehmen selbst eine Reihe von Voraussetzungen erfüllen, um eine zielgerechte Mittelverwendung garantieren zu können und rechtlichen Vorgaben gerecht zu werden. Die Voraussetzungen der Unternehmensbeteiligungen können dabei in enger Analogie zu denen von INVEST definiert werden. Während Voraussetzungen wie das Treffen von Investitionsentscheidung auf Basis eines vorgelegten Businessplans oder die Notwendigkeit der Ausgabe von neuen Anteilen auch für VC-Beteiligungen gelten sollten, so müssten Kriterien wie die Marktüblichkeit einer Beteiligung neu definiert werden.

6. Herausforderungen für die Umsetzung

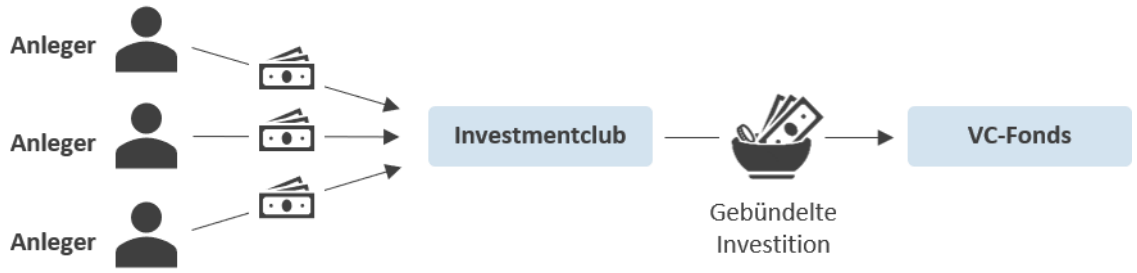
Obwohl das Grundkonzept der umrissenen Förderung als eine sinnvolle Erweiterung des INVEST-Programms erscheint, ist die pragmatische Umsetzung des Konzeptes jedoch mit einigen Problemen und Herausforderungen behaftet. Hierbei sind sowohl hohe Mindestbeteiligungssummen für die Privatinvestoren zu nennen, die auf rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen fußen, als auch gewisse administrative Aspekte der Förderung, die einer hohen Marktakzeptanz und Mobilisierungswirkung im Wege stehen würden.

6.1 Hohe Mindestbeteiligungssummen

Vor dem Hintergrund, dass auch neue Anlegerklassen mobilisiert werden sollen, spielen Mindestbeteiligungssummen, welche die untere Grenze vorgeben, ab der in einen VC-Fonds investiert werden kann, eine wichtige Rolle. Während die Bekanntheit und Attraktivität einer Förderung die tatsächliche Anzahl der geförderten Anleger beeinflusst, so beschränkt die Mindestbeteiligungssumme die theoretische Anzahl von maximal adressierbaren Anlegern. Das KAGB setzt für semi-professionelle Anleger im Regelfall die Untergrenze der Zeichnungssumme für Spezial-AIF bei EUR 200.000. Zusätzlich muss der Anleger bestätigen, dass er Kenntnisse und Erfahrungen in der relevanten Anlageklasse hat und sich der Risiken bewusst ist. Diese hohe Mindestbeteiligungssumme beschränkt die potenziell förderfähigen Anleger auf einen kleinen Kreis wohlhabender Privatpersonen.

Ein Ansatz, um diese hohe Mindestbeteiligungssumme abzusenken und auch Privatpersonen mit weniger Kapital den geförderten Zugang zu VC zu ermöglichen, sind sogenannte Investmentclubs. Diese bündeln das Kapital von mehreren Anlegern, beispielsweise über eine GmbH, um gemeinsam über die Mindestbeteiligungssumme von EUR 200.000 zu gelangen. Schon heute tun sich oft mehrere Privatpersonen für Fondsinvestitionen als Investmentclub zusammen. Meist handelt es sich hierbei um einen Zusammenschluss naher Verwandter (Ehegatten, Geschwister) oder um enge Freunde (z.B. Studienfreunde). Solche Investmentclubs eröffnen einen gewissen Spielraum für Investitionen von Privatpersonen mit Beträgen unterhalb der sonst notwendigen Mindestbeteiligungssummen.

Abbildung 33: Bündelung von Investitionen über Investmentclubs



Allerdings ist der Anwendungsbereich durch die BaFin aufsichtsrechtlich beschränkt. In diesem Zusammenhang geben die Antworten auf die nachfolgenden Fragen Aufschluss darüber, inwieweit Investmentclubs helfen können, die Förderung Anlegern mit weniger als EUR 200.000 zugänglich zu machen:

- **Ist der Investmentclub selbst ein reguliertes „Investmentvermögen“?** Wäre der Investmentclub selbst als Investmentvermögen nach dem KAGB einzustufen, dann müsste er selbst eine (registrierungspflichtige oder erlaubnispflichtige) KVG als Manager haben. Das wird in aller Regel nicht praktikabel sein. Diese Frage ist in einem Auslegungsschreiben der BaFin zum Begriff des Investmentvermögens adressiert.[75] Im Kern gilt, dass ein Investmentclub dann kein Investmentvermögen ist, wenn sich die Mitglieder selbst zusammenfinden und keine anderen Mitglieder gewerbsmäßig anwerben. Die typischen Investmentclubs, die sich aus Familienmitgliedern und engen Freunden zusammensetzen, können diese Anforderungen erfüllen. Nicht zulässig sind demgegenüber Investmentclubs, bei denen sich die Investoren über eine Internetplattform zusammenfinden, denn in diesem Fall würde der Investmentclub über die Plattform „Kapital einsammeln“ und würde damit selbst zu einem Publikums-AIF oder Spezial-AIF werden.
- **Erfolgt eine Durchschau auf die Mitglieder?** Aus Sicht eines VC-Fonds, in den der Investmentclub investieren möchte, stellt sich die Frage, ob der Investmentclub als ein Anleger (keine Durchschau) oder als mehrere Anleger (Durchschau) gilt. Bei einer Durchschau auf die Mitglieder des Investmentclubs müssten diese individuell die Voraussetzungen an semi-professionelle Anleger erfüllen, womit die Gründung eines Investmentclubs überflüssig wäre.

  Bisherige Verwaltungspraxis der BaFin, die auch mündlich im Treffen vom 29. August 2019 bestätigt wurde, ist, dass keine Durchschau erfolgt, wenn der Investmentclub die Form einer GmbH bzw. UG hat. Dies soll im Grundsatz auch dann gelten, wenn der Investmentclub erst neu gegründet oder nur zu dem Zweck gegründet wurde, um das Investment in einen bestimmten VC-Fonds zu tätigen. Nicht ausreichen soll es, wenn der Investmentclub nur die Form einer GbR hat. Ferner hat sich die BaFin vorbehalten, dass eine Durchschau auf die Mitglieder in Missbrauchsfällen möglich sein könnte.
- **Welche Ausprägungen von Investmentclubs wären zugelassen?** Die BaFin akzeptiert jedenfalls Investmentclubs in der Rechtsform von GmbHs oder UG. Jedoch müsse hierbei gewährleistet sind, dass die Geschäftsführer der GmbH oder UG die nötige Erfahrung besitzen, damit sich der Investmentclub als semi-professioneller Anleger qualifizieren kann. Zusammenschlüsse über GbRs lehnt die BaFin hingegen als Investmentclub ab.

Nach Gesprächen mit der BaFin erscheint es möglich, die Förderung auch auf Investmentclubs zu erstrecken, die sich unter den aufsichtsrechtlichen Voraussetzungen als semi-professionelle oder professionelle Anleger an Spezial-AIF beteiligen können. Hierdurch kann in begrenzten Konstellationen (meist Familien und Freunde) erreicht werden, dass sich mehrere Privatpersonen gebündelt an Spezial-AIFs beteiligen können und damit für eine effektive Förderung in Betracht kommen, die sie als Einzelperson nicht erreichen würden.

Eine signifikante Verbreiterung des förderfähigen Publikums durch die Bündelung von Investitionen, beispielsweise über Onlineplattformen, ist hingegen nicht möglich.

---

[75] BaFin: *“Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des ‚Investmentvermögens‘“* (2013, geändert 2015)

6.2 Prüfung von Beteiligungsverträgen

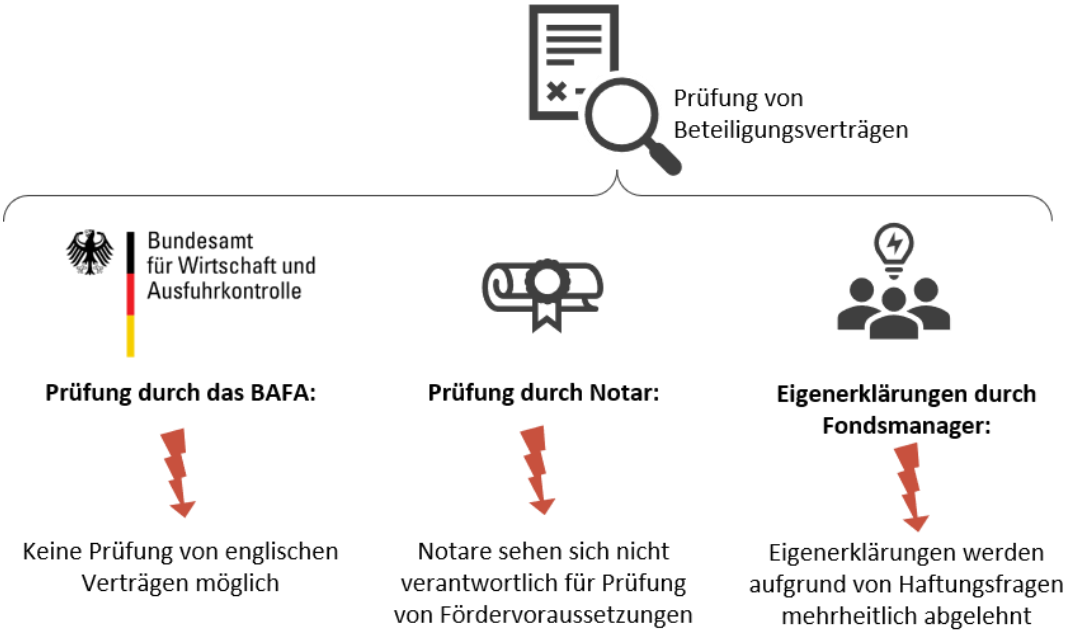
Um zu gewährleisten, dass die jeweiligen Beteiligungen allen Richtlinien des Förderprogramms entsprechen, ist analog zum INVEST-Programm eine (mehr oder weniger detaillierte) Prüfung der Beteiligungsverträge durch das BAFA notwendig. Nur so kann gewährleistet werden, dass Beteiligungsvereinbarungen marktüblich sind und die Verträge beispielsweise keine Nebenabreden enthalten, die das Risiko der Anleger bzw. des Fonds minimieren oder Vorrechte bei Gewinnausschüttungen einräumen.

Die Prüfung der Beteiligungsverträge geschieht bei INVEST durch das BAFA. Aktuell prüft das BAFA für INVEST jährlich etwa 2.000 Beteiligungsverträge zwischen Investoren und Start-ups. Dieser komplexe Prozess ist bereits heute mit enormem Aufwand für das BAFA verbunden. Bei einer etwaigen Passivinvestitionsförderung ist davon auszugehen, dass sich der Prüfaufwand aufgrund der merklich komplexeren und teils mehrere hundert Seiten langen Verträge im Vergleich zum INVEST-Programm signifikant erhöhen würde. Denn die Fonds achten bei ihren Investitionsentscheidungen als professionelle Investoren stärker auf die formale Absicherung ihrer Rechtsstellung, ziehen hierfür in aller Regel externe Rechtanwälte hinzu und investieren auch höhere Summen.

Erschwerend kommt hinzu, dass analog zum INVEST-Programm vom BAFA ausschließlich eine Prüfung von deutschsprachigen bzw. ins Deutsche (Amtssprache) übersetzten Beteiligungsverträgen möglich ist. Da die Vertragswerke von Fonds in der Regel in englischer Sprache verfasst sind, um Folgefinanzierungsrunden mit internationalen Investoren zu erleichtern, stellt diese Beschränkung eine fundamentale Hürde der Förderung dar. Bei direkten Beteiligungen wie beim INVEST-Programm können die Business Angels und Investoren die Übersetzung ihrer Beteiligungsverträge selbst in Auftrag geben. Bei der angedachten Passivinvestitionsförderung erschwert der zwischengeschaltete Fonds diesen Prozessschritt, da die von VC-Fonds unterzeichneten Beteiligungsverträge nicht an die Anleger ausgehändigt werden. Folglich müsste eine Übersetzung der Verträge durch den Fonds geschehen, was jedoch von den befragten Fonds aufgrund des Mehraufwands und der Zusatzkosten mehrheitlich abgelehnt wurde.

Auch wenn alternative Lösungsansätze zur Prüfung der Beteiligungsverträge denkbar sind, so sind auch diese mit Problemen behaftet.

Abbildung 34: Lösungsansätze und Herausforderungen bei der Prüfung von Beteiligungsverträgen



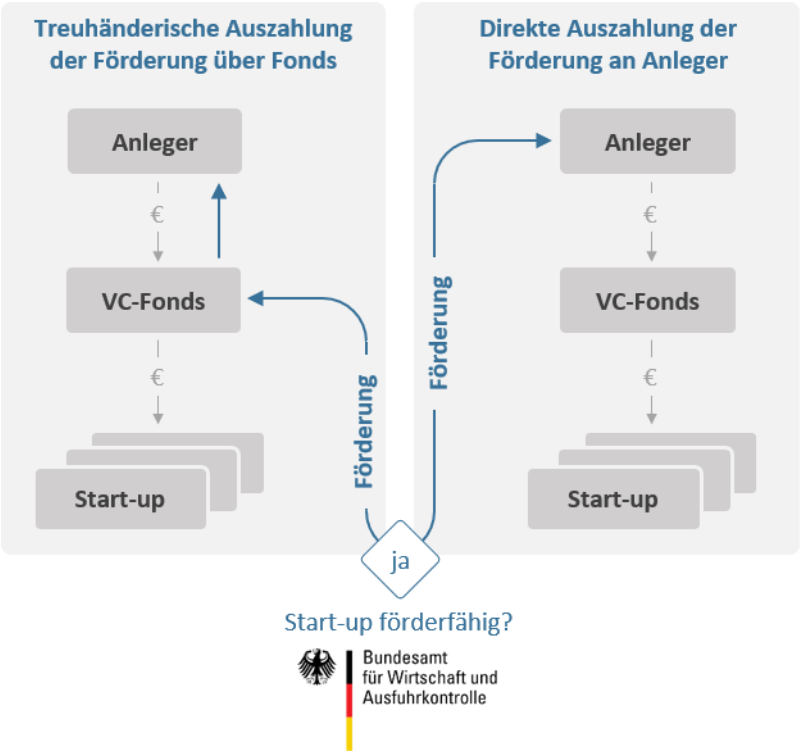
Theoretisch denkbare Alternativen zur alleinigen Vertragsprüfung durch das BAFA sind unter anderem die Prüfung der Beteiligungsverträge durch Notare sowie Eigenerklärungen durch die Fondsmanager, welche durch ihre Unterschrift bescheinigen, dass alle Fördervoraussetzungen erfüllt sind. Da sich notarielle Prüfungen lediglich auf das wirksame Zustandekommen und die Vereinbarkeit der Beteiligung mit dem Gesetz beschränken, sehen sich Notare nicht verantwortlich für die Prüfung der Vereinbarkeit der Beteiligung mit den Voraussetzungen eines Förderprogramms. Eigenerklärungen durch die Fondsmanager sind aufgrund von unnötigen Haftungsrisiken ähnlich kritisch, womit beide alternativen Ansätze keine sinnvoll umsetzbaren Lösungen des Problems darstellen.

6.3 Modalitäten und Prozess der Auszahlung

Während beim INVEST-Programm die Förderung direkt an die Anleger ausgezahlt wird, existiert bei einer INVEST-ähnlichen Passivinvestitionsförderung der Fonds als zwischengeschaltete Partei zwischen Anleger und Start-up. Damit sind zwei mögliche Optionen bei der Auszahlung der Förderung denkbar.

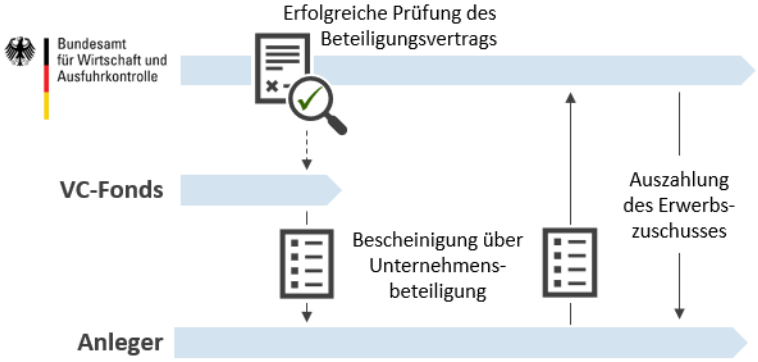
So kann die Förderung an den Fonds ausgezahlt werden, der diese treuhänderisch verwaltet und an die Anleger weiterleitet. Jedoch stößt diese Option bei den befragten VC-Fonds auf Ablehnung, da der zusätzliche Aufwand in der Fördermittelverwaltung und Weiterleitung als Hürde und zusätzliches Risiko gesehen wird. Dementsprechend stellt die Auszahlung der Förderung direkt an die Anleger die vom Markt bevorzugte Möglichkeit dar.

Abbildung 35: Möglichkeiten zur Auszahlung der Förderung



Dabei würden die Fonds eine Bescheinigung an die Anleger weiterleiten, die Aufschluss über den jeweiligen Anteil der getätigten Unternehmensbeteiligung liefert. Nach Einreichen dieser Bestätigung beim BAFA und nach positiv ausgefallener Prüfung des jeweiligen Beteiligungsvertrags würde anschließend der Erwerbszuschuss direkt an den Anleger ausgezahlt werden.

Abbildung 36: Ablauf der Auszahlung unter Verwendung von, vom Fonds ausgestellten, Bescheinigungen

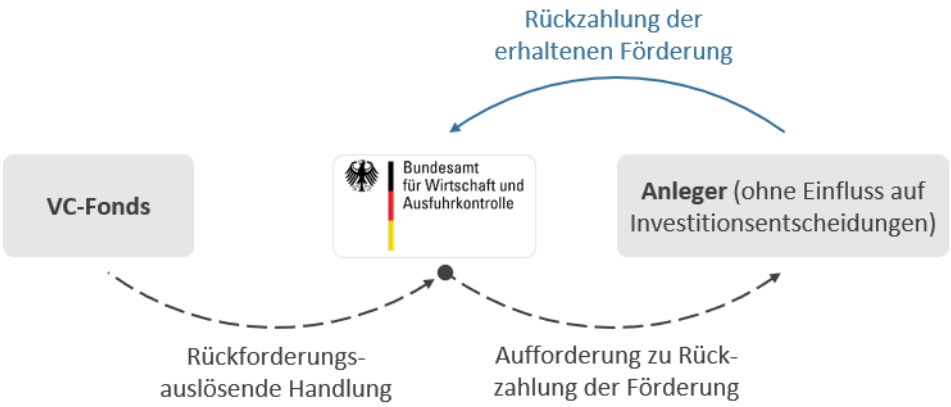


Zur einfacheren Integration in die prozessualen Abläufe der Fonds und zur Steigerung der Verwaltungseffizienz beim BAFA bietet sich eine quartalsweise oder halbjährliche oder jährliche Zusammenfassung aller getätigten Investitionen an. Darüber hinaus kann eine periodische Bündelung der getätigten Investitionen helfen, den administrativen Aufwand für die Fonds und Anleger zu begrenzen sowie die Anzahl der zu tätigenden Auszahlungen durch das BAFA gering zu halten. Während die Möglichkeit der direkten Auszahlung der Förderung an die Anleger durch das BAFA für die begrenzte Anlegeranzahl von Spezial-AIF umsetzbar scheint, so ist dieser Prozessschritt insbesondere für Publikumsfonds aufgrund der enormen Anzahl an Privatanlegern und des damit verbundenen Aufwands für die BAFA nicht möglich. Folglich ist eine Anpassung des Prozesses für Publikumsfonds notwendig.

6.4 Risiko möglicher Rückforderungen

Vorgaben bezüglich der Mindesthaltedauer am Unternehmen sowie weitere Fördervoraussetzungen, die sich im Nachhinein als nicht erfüllt herausstellen können, bergen die Gefahr von Rückforderungen. Während die Investoren beim INVEST-Programm die Rückforderungen bei vorzeitigem Anteilsverkauf nach weniger als 3 Jahren selbst zu verantworten haben, so würde bei einem geförderten Investment über einen VC-Fonds die Verantwortung auch beim VC-Fonds und damit außerhalb des Handlungsrahmens des Anlegers liegen. Damit würden unabhängige Entscheidungen des Fonds dazu führen, dass Anleger die bereits ausgezahlten Förderungen zurückzahlen müssen, etwa wenn das Beteiligungsverhältnis zwischen dem Fonds und dem Start-up vor Ablauf der Mindesthaltedauer beendet wird.

Abbildung 37: Rückforderungsproblematik bei angedachter Förderung



Diese Rückforderungen könnten zu erheblichem Unmut auf Seiten der Anleger sowie zu zusätzlichem Aufwand führen. Es ist auch fraglich, ob und wie Rückforderungen gegen Privatpersonen in möglicherweise zahlreichen Einzelfällen durchgesetzt werden können, wenn die Förderungsempfänger die Mittel bereits anderweitig verwendet haben. Obgleich die rückforderungsauslösende Handlung vom Fonds ausgeht, sind die Fonds nicht befugt und nicht bereit, für die Rückforderungen aufzukommen.

Auch wenn Beteiligungsverkäufe nach weniger als drei Jahren nicht die Regel sind, so sind sie dennoch nicht unüblich. Um die erheblichen Schwierigkeiten durch Rückforderungen bei vorzeitigen Exits zu vermeiden, könnten die jeweiligen Erwerbszuschüsse beispielsweise erst drei Jahre nach der Unterzeichnung des Beteiligungsvertrags ausgezahlt werden. Jedoch würde die zeitverzögerte Auszahlung die Incentivierungswirkung für die Anleger und damit den Mobilisierungseffekt der Fördermaßnahme signifikant verringern.

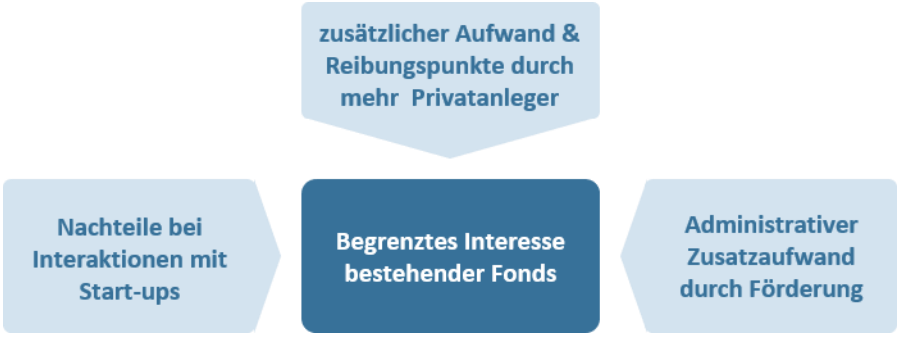
7. Fondsseitige Marktakzeptanz

Während generell großes Interesse auf Seiten der deutschen VC-Fonds zu beobachten ist, sich bei der Gestaltung der etwaigen Förderung mit einzubringen und konstruktive Vorschläge und Anregungen zu liefern, so ist die Resonanz der Manager, eine INVEST-ähnliche Förderung selbst nutzen zu wollen, bescheiden. Die ablehnende Haltung ist dabei primär auf den zusätzlichen Aufwand zurückzuführen, welcher in disproportionalem Verhältnis zu dem durch die Förderung mobilisierbaren zusätzlichen Kapital steht.

Insbesondere bei groß-volumigen deutschen Fonds (ab etwa 100 Mio. Euro) machen Privatpersonen, wenn überhaupt, nur einen vernachlässigbaren Teil des jeweiligen Fondsvolumens aus. Daher ist insbesondere für diese Fonds der zusätzliche mit Privatpersonen einhergehende Aufwand der ausschlaggebende Punkt, von einer Förderung Abstand zu nehmen.

Neben dem administrativen Aufwand durch die Förderung selbst und dem Zusatzaufwand durch die größere Anzahl an Privatpersonen tragen weitere Aspekte zum begrenzten Interesse an der Förderung bei. In diesem Zusammenhang spielen drohende Nachteile bei Verhandlungen mit Start-ups und die Gefahr, die Anleger bei Förderkomplikationen zu verärgern, eine wichtige Rolle.

Abbildung 38: Gründe für begrenztes Interesse bestehender Fonds an der Förderung



Jedoch scheint die Marktakzeptanz mit dem Volumen der Fonds zu variieren. So wird die Förderung in der beschriebenen Ausgestaltung von Fondsmanagern großer Fonds durchweg abgelehnt, während die Manager kleinerer und mittlerer Fonds mit höherem Anteil von Privatpersonen der Förderung zwar offener, jedoch zum Großteil immer noch ablehnend gegenüberstehen.

Eine INVEST-ähnliche Förderung könnte deshalb dazu führen, dass sich verstärkt kleine Fonds bilden, welche Kapital von befreundeten Business Angels, Bekannten und Familienmitgliedern bündeln. Diese Mikrofonds mit einem Volumen, welches sich im einstelligen oder unteren zweistelligen Millionenbereich bewegen würde, könnten durch die finanziellen Anreize der Förderung verstärkt gegründet werden und so insbesondere Start-ups in der Frühphase unterstützen. Jedoch ist fraglich, ob sich allein hierfür eine neue Maßnahme lohnen würde, da klein-volumige Fonds nur einen geringen Beitrag zur Schließung der Finanzierungslücke leisten können.

7.1 Zusätzlicher Aufwand & Reibungspunkte durch zusätzliche Privatpersonen

Da die etwaige Förderung ausschließlich für Privatpersonen einschließlich deren Beteiligungsvehikel nutzbar ist, wären die Fonds im Falle der erfolgreichen Mobilisierung von neuen Anlegern durch die Förderung mit einem erhöhten Zeichnungsinteresse von Privatpersonen konfrontiert.

Während beispielsweise vernetzte VC-erfahrene Gründer aufgrund ihrer Kontakte und ihres Branchen-Wissens einen inhaltlichen Mehrwert liefern können und oft willkommene Anleger sind, sind unerfahrene Privatpersonen als Anleger meist nicht gewünscht. Stattdessen werden meist institutionelle Anleger aufgrund der größeren Zeichnungssummen und des allgemein geringeren administrativen Aufwands bevorzugt. Auch das Risiko, dass institutionelle Anleger Zahlungsverpflichtungen nicht oder nur verspätet nachkommen, ist im Vergleich zu Privatpersonen meist deutlich geringer. So verwundert es nicht, dass einige der großen deutschen VC-Fonds Privatpersonen den Zugang zum Fonds bis auf einzelne Ausnahmen verwehren. Die durch die Förderung potenziell höhere Anzahl von Privatpersonen und der damit verbundene zusätzliche Aufwand durch Reportings und Anlegerbetreuung ist von vielen Fonds nicht gewünscht.

Daneben birgt die Förderung die Gefahr von potenziellen Reibungspunkten mit den Anlegern. Neben Ärgernis erregenden Rückforderungen könnten die Erwartungen bezüglich der Förderhöhe nicht erfüllt werden, wenn die Anzahl der förderfähigen Unternehmensbeteiligungen sich geringer als von den Anlegern angenommen herausstellt. Somit könnten im Gesamtinteresse aller Anleger getroffene Investitionsentscheidungen für Unmut auf Seiten der Privatpersonen führen, welche die Förderung nutzen.

7.2 Administrativer Zusatzaufwand durch Förderung

Parallel zu dem zusätzlichen administrativen Aufwand, welcher mit der steigenden Anzahl der Privatpersonen als Anleger einhergeht, werden die administrativen Zusatztätigkeiten als Kritikpunkt wahrgenommen.

Die für die administrativen Prozesse der Förderung verwendete Zeit wird als Bürde aufgefasst. Die mit dieser Arbeitszeit verbundenen Kosten müssten dabei von allen Anlegern – auch denen, die die Förderung nicht nutzen – über eine Managementgebühr getragen werden, womit keine Gleichbehandlung aller Anleger mehr gewährleistet wäre. Darüber hinaus wird eine vom Fonds zu bezahlende Übersetzung der Beteiligungsverträge mehrheitlich ausgeschlossen.

Auch herrscht weitgehend Einigkeit bei den befragten VC-Fonds darüber, dass die Prozesse der Förderung auf Seiten der Anleger liegen sollten, da diese die Hauptprofiteure der Förderung sind. Das zusätzliche Kapital, welches der Fonds über die neuen Anleger erhalten könnte, wird hierbei nicht als ausreichender Anreiz für die Fonds empfunden, um den zusätzlichen Aufwand auszugleichen.

7.3 Mögliche Nachteile bei Interaktion mit Start-ups

Neben etwaigen Reibungspunkten zwischen den Fonds und einem kleinen der Teil der förderfähigen Anleger werden ebenfalls Nachteile bei der Interaktion mit den Start-ups gesehen. Insbesondere die folgenden Punkte könnten sich bei Verhandlungen mit Start-ups negativ auf jene Fonds auswirken, deren Anleger die Förderung nutzen:

- **Einpreisung der Förderungen:** Da sich die förderfähigen Start-ups des Umstandes bewusst sein werden, dass die Anleger einen steuerfreien Erwerbszuschuss erhalten, wird vermutet, dass diese die Förderung zum Teil in die Unternehmensbewertung einpreisen könnten. Die Investition könnte damit für den VC-Fonds insgesamt teurer werden als ohne Förderung.
- **Mangelnder Anreiz für Start-ups, eine Förderfähigkeit zu beantragen:** Insbesondere Beteiligungen an den erfolgversprechendsten Start-ups in der Frühphase sind unter Investoren so gefragt, dass es selbst für VC-Fonds teils herausfordernd ist, sich an diesen zu beteiligen. Gerade für diese überaus begehrten Start-ups ist der Anreiz gering, einen Antrag auf Förderfähigkeit zu stellen, da Investoren dem Start-up auch ohne Förderung Kapital bereitstellen würden. Darüber hinaus könnte der Antrag auf Förderfähigkeit vom Start-up als vom VC-Fonds auferlegte Hürde gesehen werden, sodass Kapital von nicht förderfähigen Fonds bevorzugt werden würde. Hierbei ist jedoch anzumerken, dass der Antragsaufwand für die Start-ups beim INVEST-Programm überschaubar ist und dieser auch bei der Passivinvestitionsförderung in einem ähnlich geringen Rahmen liegen würde.

8. Abschätzung des Mobilisierungspotenzials

Zusätzliches, durch eine Förderung zu mobilisierendes Kapital kann zwei Ursprünge haben: Zum einen kann die Förderung neue VC-unerfahrene Anleger ermutigen, in eine für sie neue Anlegeklasse zu investieren, zum anderen können bereits VC-erfahrene Anleger durch die Förderung motiviert werden, mehr Kapital zu investieren. Bei neuen Anlegern übersteigt das zusätzlich fließende Kapital den bereitgestellten Förderbetrag deutlich. Folglich ist somit insbesondere die Mobilisierung von neuen Anlegern wünschenswert. Jedoch ist nach den Ergebnissen der Marktbefragung fraglich, inwiefern eine neue Anlegerklasse mit einer INVEST-ähnlichen Förderung mobilisiert werden kann. Auch ist fraglich, ob bei VC-erfahrenen Anlegern mehr Kapital mobilisiert werden kann als die insgesamt ausgezahlte Fördersumme oder ob eine INVEST-ähnliche Förderung lediglich Mitnahmeeffekte generieren würde.

Abbildung 39: Gründe für begrenzte zu erwartende Mobilisierungswirkung

8.1 Mobilisierungswirkung in neuen Anlegerkreisen

Grundsätzlich würden geförderte Wagniskapitalinvestitionen für eine Vielzahl von Anlegern eine sinnvolle Kapitalanlage darstellen. Im Gegensatz zu Direktinvestitionen in einzelne Start-ups würde dabei das Risiko breiter gestreut und weniger erfahrene Anleger könnten von der Expertise und dem Wissen erfahrener Fondsmanager profitieren. Durch eine Förderung von Passivinvestitionen über VC-Fonds würde darüber hinaus die Rendite gesteigert und die Gefahr eines Kapitalverlusts abgeschwächt werden.

Dennoch weist aktuell eine Vielzahl von Indizien darauf hin, dass der Kreis der in VC-Fonds investierenden Privatpersonen durch eine INVEST-ähnliche Förderung nicht signifikant erweitert werden könnte. Zu den Gründen hierfür zählen unter anderem die vorherrschenden rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingen, mobilisierungshemmende Aspekte der Förderung sowie Aspekte des deutschen Wagniskapitalmarkts.

Abbildung 40: Ursachen für begrenzte Mobilisierungswirkung von neuen Anlegern

Die in Deutschland vorherrschenden rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen zählen gewiss zu den Hauptursachen, aufgrund derer eine Passivinvestitionsförderung nur wenige neue Anleger erreichen kann. Während in anderen europäischen Ländern VC-Fondsinvestitionen über speziell dafür geschaffene Fondsvehikel schon mit Beträgen deutlich unter 100.000 EUR möglich sind, schreibt das KAGB eine Mindestbeteiligungssumme von 200.000 EUR für semi-professionelle Anleger vor, um in einen Spezial-AIF investieren zu dürfen. Die Bündelung von Kapital über sogenannte Investmentclubs bietet zwar grundsätzlich die Möglichkeit, die individuell benötigte Summe herabzusetzen, jedoch macht eine Reihe von Voraussetzungen den Zusammenschluss von Anlegern, der über den Verwandten- und Bekanntenkreis hinausgeht, nahezu unmöglich. Somit ist die Möglichkeit für Privatpersonen, in Spezial-AIF zu investieren, auf kapitalstarke Personen beschränkt.

Weitere Ursachen, die die Mobilisierung neuer Anleger erschweren, gründen auf der wahrgenommenen Attraktivität der Förderung. Es ist davon auszugehen, dass nur wenige der namhaften deutschen Fonds an der Förderung teilnehmen würden. Erschwerend kommt hinzu, dass viele Spezial-AIF nur wenig oder kein Interesse daran haben, mehr Privatpersonen in zukünftige Fonds aufzunehmen. Somit bleiben der breiten Masse an weniger kapitalstarken Anlegern nur Investitionen in Publikumsfonds, um passive Wagniskapitalinvestitionen zu tätigen. Im Vergleich zu Frankreich oder dem Vereinigten Königreich sind Publikums-VC-Fonds hierzulande bis auf wenige vereinzelte Ausnahmen nicht vorhanden, was eng mit den in Deutschland nach dem KAGB geltenden aufsichtsrechtlichen Bedingungen verknüpft ist. Auch eine neue Passivinvestitionsförderung würde das Entstehen neuer Publikums-VC-Fonds in Deutschland nicht erwarten lassen. Hinzu kommen Aspekte der Förderung selbst, welche die Mobilisierungswirkung neuer Anleger schmälern. Da nicht die Fondsinvestition pauschal, sondern nur Beteiligungen an förderfähigen Unternehmen gefördert werden sollen, sind sowohl die Höhe als auch der Auszahlungszeitpunkt der Förderung bei der Investition in den Fonds unbekannt. Neben dem bürokratischen Aufwand, der sich über mehrere Jahre erstreckt, wird auch das Problem von Rückforderung als ein Faktor betrachtet, welcher die Förderung - unter anderem für neue Anleger - weniger attraktiv erscheinen lässt.

8.2 Mitnahmeeffekte und Akzeptanz bei VC-erfahrenen Anlegern

Auf Seiten der aktuell in VC investierenden Anleger, welche theoretisch in der Lage wären, die Förderung zu nutzen, sind nach Meinung des Marktes hauptsächlich Mitnahmeeffekte zu erwarten. Die aktuell in Venture Capital investierenden Privatpersonen und Family Offices kennen die attraktiven Renditen (und ebenso die Risiken) des Wagniskapitalmarktes, weshalb sie auch ohne Förderung in dieser Anlegeklasse aktiv sind.

Abbildung 41: Mitnahmeeffekte und Akzeptanz bei VC-erfahrenen Anlegern

Obgleich eine Förderung aus finanzieller Sicht für die Anleger sehr attraktiv erscheinen muss, da neben einer höheren Rendite die Gefahr eines Kapitalverlusts abgeschwächt wird, weisen Stimmen aus dem Markt darauf hin, dass nicht alle Anleger eine Förderung auch nutzen würden. Im Gegenzug zur aktiven Direktbeteiligung an einem oder mehreren Start-ups bevorzugen einige Privatpersonen unter den Anlegern die Möglichkeit, ihr Geld ohne aktives Zutun und großen Aufwand auf dem Wagniskapitalmarkt arbeiten lassen zu können. Insbesondere wenn jede Unternehmensbeteiligung des Fonds mit einer aktiven Handlung verbunden wäre, um den Erwerbszuschuss zu erhalten, könnten die Anleger vom administrativen Aufwand abgeschreckt werden und von der Nutzung der Förderung Abstand nehmen. Zweifelsohne würde ein Teil des durch die Förderung zurückgeflossenen Kapitals reinvestiert und beispielsweise in einen weiteren Fonds angelegt werden. Gekoppelt mit der begrenzten Mobilisierungswirkung durch neue Anleger ist aber nach Meinung der befragten Marktteilnehmer keine maßgebliche Zunahme von Wagniskapitalinvestitionen zu erwarten, die über den vom BMWi bereitgestellten Förderungsbetrag hinausgehen würde.

Im schlimmsten Fall könnten vereinzelte Anleger sogar weniger Kapital in einen Fonds investieren, um zwecks Renditemaximierung dem Fonds nur gerade so viel Kapital bereitzustellen, dass sie die Höchstgrenze der Fördergrenze genau ausschöpfen. Darüber hinaus herrscht unter Fondsmanagern weitgehende Einigkeit, dass der volkswirtschaftliche Nutzen einer Förderung begrenzt wäre, da die Förderung von Investitionen über Spezial-AIF fast ausschließlich Privatpersonen mit einem Vermögen in Millionenhöhe zukommen würde.

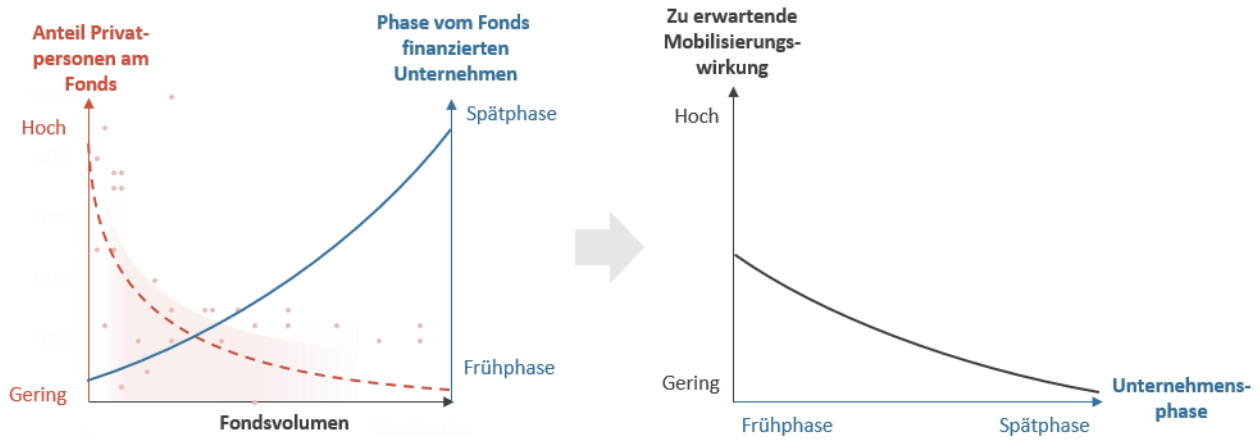
8.3 Abhängigkeit der Mobilisierungswirkung von Unternehmensphase

Es ist zu erwarten, dass die deutschen VC-finanzierten Unternehmen nicht in allen Phasen in gleichem Maße von der Förderung profitieren würden. Primär würden Unternehmen in der frühen Phase von der Förderung profitieren; Unternehmen in der Spätphase, die verstärkt mit Finanzierungsproblemen zu kämpfen haben, würden von den erwarteten positiven Effekten der Förderung nahezu unberührt bleiben.

Zurückzuführen ist dieser Sachverhalt auf die Tatsache, dass ausschließlich Fonds mit großen Volumina in der Lage sind, in späteren Unternehmensphasen zu investieren. Aufgrund der hohen Hürden durch die Mindestbeteiligungssummen dieser Fonds, die häufig in Millionenhöhe liegen, spielen Privatpersonen als Kapitalgeber in der Regel keine oder nur eine vernachlässigbare Rolle. Neben den hohen Mindestbeteiligungssummen sind Privatpersonen als Anleger bei groß-volumigen Fonds häufig ohnehin nicht gewünscht, da der Betreuung der Privatpersonen mehr Aufwand zugesprochen wird als der Betreuung von institutionellen Anlegern.

Verstärkend kommt mangelndes Interesse der großen deutschen Fonds hinzu, was die Effektivität der Förderung in der Spätphase weiter schmälern würde.

Abbildung 42: Zu erwartende Mobilisierungswirkung in Abhängigkeit der Unternehmensphase



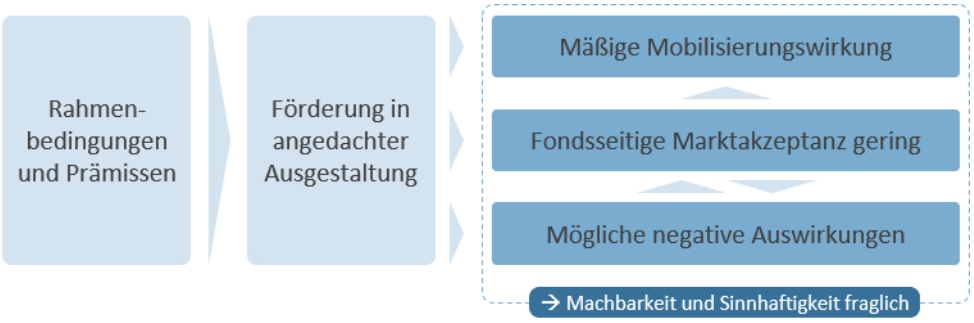
Folglich kann davon ausgegangen werden, dass die Mobilisierungswirkung der Förderung insbesondere in der Spätphase, in der ein Mangel an Wagniskapital vorliegt, keinen signifikanten Beitrag leisten kann, Finanzierungsengpässe abzuschwächen. Unternehmen in der Frühphase könnten hingegen profitieren, da der Anteil von Privatpersonen in frühphasigen Fonds in Regel höher ist und da in der Frühphase aktive Fonds häufig lokaler agieren. Folglich wäre der Anteil der förderfähigen Unternehmen mit Zweigniederlassung in Deutschland größer.

9. Beurteilung von Machbarkeit und Sinnhaftigkeit

9.1 Erfolgschancen und Konsequenzen bei angedachter Ausgestaltung

Aktuell weist eine Vielzahl von Indikatoren darauf hin, dass die Förderung in der angedachten Ausprägung nicht den erhofften Erfolg erzielen würde, da diese dem Großteil der Marktteilnehmer als wenig attraktiv erscheint. Die Ursachen hierfür sind teilweise auf die Rahmenbedingungen und Prämissen einer INVEST-ähnlichen Förderung zurückzuführen, teilweise aber auch auf Marktgegebenheiten und Neigungen der Marktteilnehmer.

Abbildung 43: Erfolgschancen und Konsequenzen bei angedachter Ausgestaltung



Diese Wahrnehmung der deutschen VC-Fonds und die Abschätzungen mit der mäßigen erwarteten Mobilisierungswirkung stellen die erfolgreiche Annahme durch Anleger und Fonds und damit die Sinnhaftigkeit der Umsetzung der angedachten Förderung in Frage.

Insbesondere die geringe Mobilisierungswirkung von neuen Anlegern, welche auf hohe Mindestbeteiligungssummen und aufwändige administrative Prozesse zurückzuführen ist, sowie zu erwartende Mitnahmeeffekte durch die aktuelle Anlegerklasse lassen die Förderung nur bedingt sinnvoll erscheinen. Darüber hinaus ist die Marktakzeptanz der deutschen VC-Fonds gering, sodass in der angedachten Ausführung keine oder nur wenige namhafte Fonds an der Förderung teilnehmen würden, was die Attraktivität der Förderung weiter schmälern würde.

Die geringe fondsseitige Akzeptanz ist dabei primär auf den Zusatzaufwand zurückzuführen, welcher mit der Förderung einhergeht, sowie auf die zusätzlichen Anstrengungen, welche mit der Administration von zusätzlichen Privatpersonen als Anleger verbunden sind. Daneben spielen wahrgenommene Nachteile bei Interaktionen und Verhandlungen mit Start-ups eine wichtige Rolle. Fonds, welche die Förderung nutzen würden, fürchten Nachteile gegenüber jenen Fonds, die die Förderung nicht nutzen.

Insbesondere die tendenziell abneigende Haltung der Förderung in der angedachten Ausgestaltung sowie Teilaspekte der Förderung bergen die potenzielle Gefahr von negativen Auswirkungen auf Teilaspekte des deutschen Wagniskapitalmarktes.

Die möglichen, von den interviewten Fondsmanagern angesprochenen Gefahren umfassen dabei unter anderem die Folgenden:

- **Wahrnehmung der Öffentlichkeit, dass vornehmlich Superreiche gefördert werden:** Obgleich das Ziel der Förderung die Bereitstellung von zusätzlichem Wagniskapital für Start-ups durch die Erweiterung von aktuellen VC-Anlegerkreisen ist, so ist diese Zielvorstellung durch rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen und den schwachen VC-Publikumsfondsmarkt nicht umsetzbar. Die Förderung von Investitionen durchschnittlicher Anleger ist somit leider nicht möglich, was die Förderung auf einen Kreis von reichen Privatpersonen mit freiem Kapital in Millionenhöhe beschränkt. In der Öffentlichkeit könnte die Förderung somit als Förderung der Superreichen wahrgenommen werden, auch wenn selbstverständlich mittelfristig zu hoffen ist, dass eine etwaige Förderung mit gewissen Anpassungen auch den Markt von Publikums-VC-Fonds in Deutschland belebt.

- **Gefahr, dass von einzelnen Anlegern weniger investiert wird:** Aufgrund der Fördergrenzen, welche notwendig sind, um eine gerechte und zielgerichtete Mittelverwendung zu gewährleisten, besteht die Gefahr, dass wohlhabende Privatpersonen in Einzelfällen weniger investieren als sie dies ohne eine Förderung tun würden.

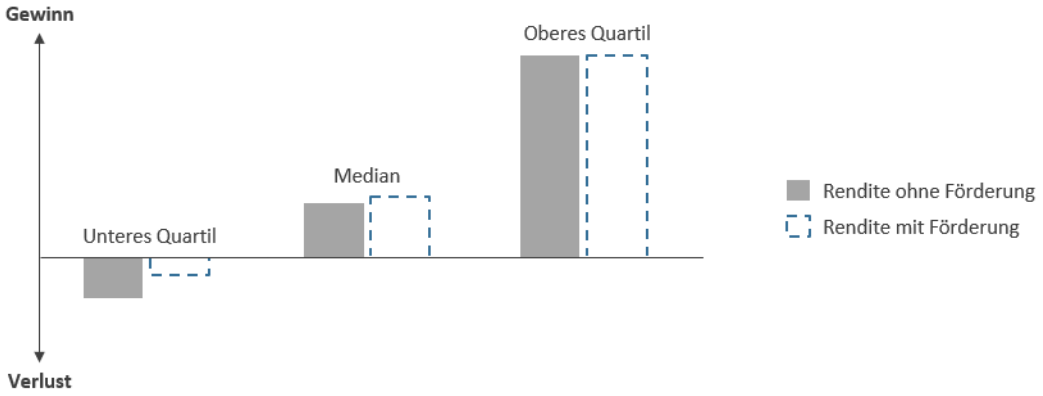
  Somit könnte zwecks Renditemaximierung und Risikominimierung nur gerade so viel Kapital in VC-Fonds investiert werden, bis die Fördergrenze erreicht ist. Alles drüber hinaus gehende Kapital könnte möglicherweise in andere alternative Anlageklassen investiert werden.

- **Möglichkeit, dass Anleger mit nicht ausreichender Investmenterfahrung adressiert werden:** Ein von vielen Fondsmanagern als ungewünschtes Resultat der Förderung gesehener Aspekt ist der Umstand, dass durch die Förderung vermehrt unerfahrene Anleger zu VC-Fondsinvestitionen motiviert werden. Jedoch sind gerade die unerfahrenen Anleger von den Fondsmanagern weniger gern gesehen. Häufig sind unerfahrene Anleger nicht mit den marktüblichen schrittweisen Kapitalabrufen vertraut, haben kein ausreichendes Prozesswissen und bedürfen somit zusätzlicher Betreuung. Viele Fondsmanager deutscher Spezial-AIF begrüßen es demnach nicht, den Anteil von unerfahrenen Privatanlegern am Fonds zu steigern.

  Aufgrund der mangelnden Erfahrung mit der Anlageklasse Venture Capital könnten gerade jene neuen Anleger Fondsinvestitionen mit zu hohen Erwartungen tätigen und enttäuscht werden, falls die Erwartungen bezüglich Rendite und ausgezahlter Förderung nicht erfüllt werden.

- **Gefahr einer adversen Selektion:** Das mangelnde Interesse namhafter deutscher Fonds könnte, gekoppelt mit Finanzierungsproblemen von neuen Fonds, zu einer adversen Selektion führen: Primär würden Fonds ohne nachweisbare Erfolgsbilanz, Fonds der ersten Generation und allgemein Fonds, die mit Problemen beim Einwerben von Kapital konfrontiert sind, die Förderung nutzen, während erfolgreiche Fonds von der Förderung Abstand nehmen würden.

Abbildung 44: Adverse Selektion als Konsequenz von unterschiedlicher Akzeptanz der Fonds

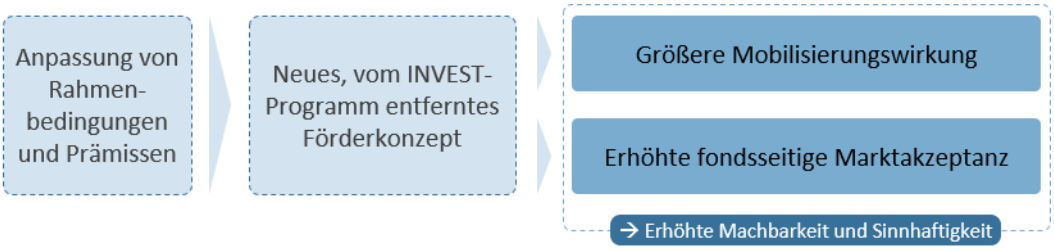


Folglich würde, ähnlich wie Abbildung 44 schematisch gezeigt, insbesondere die weniger renditestarken Fonds die Förderung nutzen, was zu Enttäuschung auf Anlegerseite führen könnte, da selbst mit der Förderung nicht die erhoffte marktdurchschnittliche Rendite erzielt werden kann.

9.2 Anzupassende Parameter zur Erhöhung der Erfolgsaussichten

Um die Erfolgsaussichten der Förderung zu steigern, sodass diese den erhofften Erfolg erzielen könnte, ist eine Entfernung vom angedachten INVEST-ähnlichen Ansatz voraussichtlich notwendig, aber alleine noch nicht ausreichend. Für eine signifikante Mobilisierungswirkung von Privatkapital für Unternehmen in der Spätphase müssten Randbedingungen angepasst und Strukturen geschaffen werden, die zum Teil über die aktuellen rechtlichen und regulatorischen Möglichkeiten hinaus gehen würden und somit als Teil einer Fördermaßnahme nicht direkt umsetzbar wären.

Abbildung 45: Erhöhung der Erfolgsaussichten durch Anpassen von Parametern

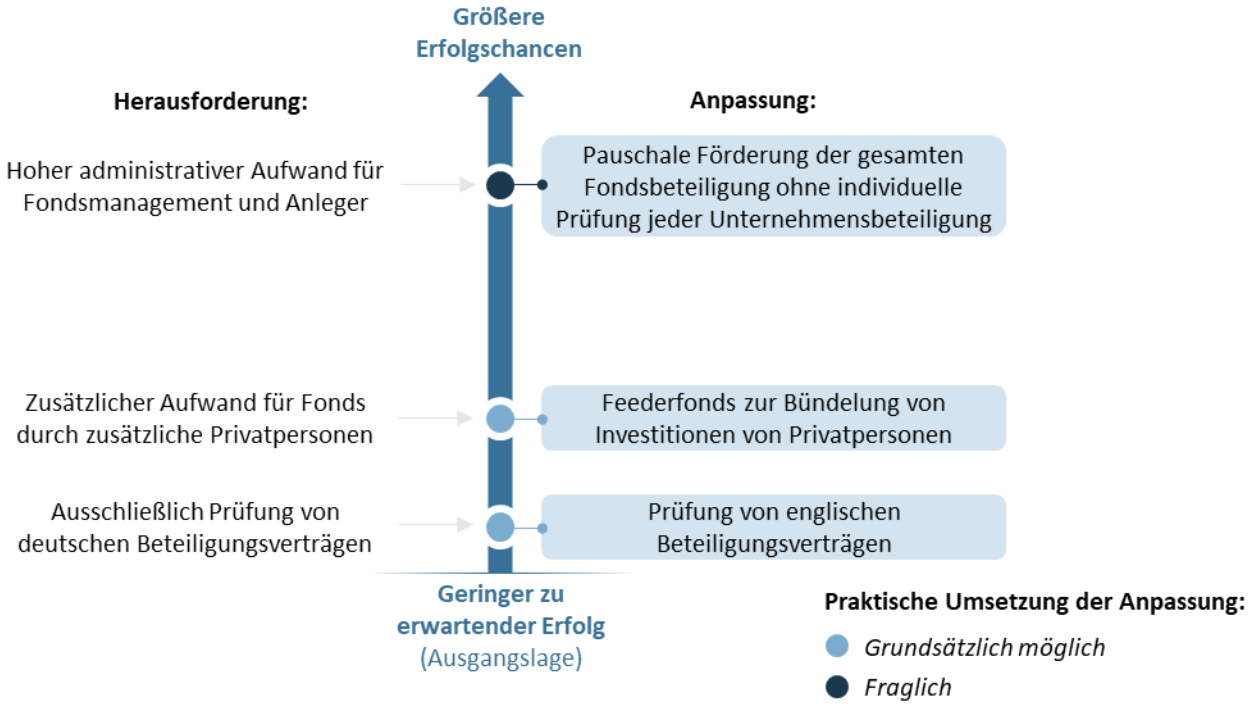


Eine Hürde der Förderung in ihrer angedachten Ausprägung ist die Tatsache, dass vom BAFA analog zu INVEST ausschließlich Beteiligungsverträge in deutscher Sprache geprüft werden können. Da für alle interviewten Fondsmanager eine vom Fonds finanzierte Übersetzung der englischen Verträge ein Ausschlusskriterium darstellt, ist entweder die Prüfung von englischsprachigen Beteiligungsverträgen durch das BAFA oder – vom Markt bevorzugt – ein Verzicht auf diese Prüfung ein zwingendes Kriterium für eine breite Akzeptanz der Förderung. Gegen eine Prüfung der Beteiligungsverträge wenden Marktteilnehmer ein, dass die Verträge unter Marktbedingungen zwischen Dritten ausgehandelt werden und nicht staatlich auf Angemessenheit einzelner Klauseln geprüft werden sollten.

Jedoch würde der administrative Aufwand für Fonds und Anleger selbst durch eine Erleichterung oder einen Verzicht auf die Vertragsprüfung nur in einem Teilaspekt verringert werden, sodass es weiterer Anpassungen bedarf, um den Erfolg einer etwaigen Förderung maßgeblich zu steigern. Da durch die Förderung insbesondere die Anzahl der zu verwaltenden Anleger und damit der Aufwand steigen würde, müsste eine Umverteilung des administrativen Aufwands erfolgen, um die Fonds zu entlasten und damit die fondsseitige Akzeptanz der Förderung signifikant zu steigern.

Hierbei könnten Vehikel wie Feederfonds helfen, Kapital von Anlegern zu bündeln, welche anschließend als ein Anleger in den VC-Fonds investieren. Jedoch bleibt nach den geltenden Regeln des KAGB die Mindestinvestitionsgrenze von EUR 200.000 für die Anleger eines Feederfonds weiterhin bestehen, weil ein Publikums-AIF als Feederfonds nicht in einen Spezial-AIF investieren darf. Auch administrativ ist die Umsetzung einer INVEST-ähnlichen Förderung unter Verwendung dieses Ansatzes mit eigenen Problemen und Herausforderungen behaftet. Neben der komplexeren Administration und einem ineffizienteren Informationsfluss durch die zusätzliche Ebene würden die Anleger aufgrund des Feederfonds mit zusätzlichen Kosten belastet werden. Auch würde das Hauptproblem des hohen administrativen Aufwands für Anleger und (Feeder-)Fonds nicht gelöst, sondern nur verlagert werden.

Abbildung 46: Anzupassende Parameter und deren Einfluss auf den Fördererfolg



Um Förderung sowohl für Anleger und Fonds attraktiv zu gestalten, bedarf es nach aktuellen Erkenntnissen einer signifikanten Vereinfachung und Verschlankung der Prozesse. So wurde sowohl von Fonds als auch von aktuellen Fondsanlegern der Aufwand, welcher sich über mehrere Jahre erstreckt, als zentraler Kritikpunkt genannt. Der Erfolg der INVEST-Förderung ist unter anderem auf den Umstand zurückzuführen, dass der bürokratische Aufwand des Antragsverfahrens sowohl von Anlegern als auch von Unternehmen als gering eingeschätzt wird.[76] Während beim INVEST-Programm die notwenigen Handlungen beider beteiligten Parteien nach den jeweiligen einmaligen Antragsstellungen weitestgehend beendet sind, erfordert die angedachte Förderung vielfache Interaktionen mit dem BAFA, die sich über mehrere Jahre erstrecken. Erschwerend kommt hinzu, dass der zwischengeschaltete Fonds als Schnittstelle zwischen Anlegern und BAFA zusätzliche Komplexität verursacht.

Eine pauschale Förderung der Fondsinvestition, ohne individuelle Einzelprüfungen der Unternehmensbeteiligungen wäre demnach eine theoretische Möglichkeit, den Aufwand für Fonds und Anleger zu minimieren. Insbesondere für den Anleger würde die Incentivierungswirkung maßgeblich gesteigert werden, da schon bei Fondsinvestition die Förderung ausgezahlt werden könnte. Auf der anderen Seite müssten in diesem Fall einschränkende Regeln an den Fonds gestellt werden, ähnlich wie bei den französischen Fördermodellen FCPI und FIP. Nur so könnte sichergestellt werden, dass nur Investments in Zielunternehmen gefördert. Außerdem ist die Umsetzung beihilferechtlich noch detaillierter zu prüfen und auszugestalten, um eine Mit-Förderung der Vergütung des Fondsmanagers und der Fondskosten möglichst zu vermeiden.

[76] ZWE: *„Evaluation des Förderprogramms ‚INVEST – Zuschuss für Wagniskapital'"* (2016)

10. Erkenntnisse zur Stärkung des VC-Standortes Deutschland

Mit dem INVEST-Programm, dem High-Tech Gründerfonds und verschiedenen Wagniskapitalprogrammen der Landesbanken werden junge Unternehmen in der Bundesrepublik aktiv bei der Finanzierung in der Frühphase unterstützt. In späteren Phasen sind auf Bundesebene mit der KfW Capital und Coparion sowie auf europäischer Ebene mit dem ERP/EIF-Dachfonds Instrumente geschaffen worden, um auch Finanzierungsproblemen von reiferen Start-ups entgegenzuwirken. Dennoch weist der Blick ins Ausland daraufhin, dass in Deutschland weiterhin noch Potenzial für die Finanzierung von jungen innovativen Unternehmen besteht. Um dieses Potenzial voll auszuschöpfen und auch in Zukunft Deutschlands Wettbewerbsfähigkeit zu sichern, können verschiedene Maßnahmen ergriffen werden, die den VC-Standort Deutschland nachhaltig stärken würden.

Aus den Marktbefragungen im Rahmen dieser Studie hat sich eine Reihe von Vorschlägen ergeben, die aus Sicht von Marktteilnehmern die allgemeinen Rahmenbedingungen für VC-Fonds in Deutschland verbessern und verstärkt Wagniskapital mobilisieren könnten:

- **Kapital von institutionellen Investoren mobilisieren:** Institutionelle Investoren sind unabdingbar für einen florierenden Wagniskapitalmarkt. Durch ihre hohen Beteiligungssummen können Fonds mit großen Volumina entstehen, die in Deutschland nicht ausreichend vertreten sind. Aufgrund des umlagefinanzierten Rentensystems mangelt es im Vergleich zu anderen Staaten, wie beispielsweise den USA, speziell an Pensionsfonds. In Teilbereichen, etwa bei den berufsständischen Versorgungswerken oder bei den Pensionsfonds von Unternehmen, existieren allerdings auch in Deutschland kapitalgedeckte Altersvorsorgesysteme. Eine weitere sehr bedeutsame Investoren Gruppe sind die Versicherungen. Maßnahmen zur Mobilisierung von Wagniskapital von Altersvorsorgeeinrichtungen und Versicherungen können somit erheblich zur Stärkung des deutschen Wagniskapitalmarktes beitragen. Hierbei kann vor allem angedacht werden, die regulatorischen Rahmenbedingungen für Investitionen von institutionellen Anlegern in VC-Fonds, insbesondere die Vorgaben der Anlageverordnung, zu erleichtern.
- **Umsatzsteuer für Fondsmanagement:** Insbesondere die steuerlichen Rahmenbedingungen beeinflussen die Attraktivität eines Fondsstandorts enorm. Hierzu zählt die Erhebung der Umsatzsteuer auf Verwaltungsleistungen des Fondsmanagements. Dieser nur in Deutschland bestehende wirtschaftliche Nachteil für das Fondsmanagement hat nach Einschätzung von Marktteilnehmern ganz maßgeblich dazu geführt, dass Fondsmanagementgesellschaften und die von ihnen verwalteten Fonds ins Ausland, vor allem nach Luxemburg, abgewandert sind. Durch eine Verbesserung dieser Rahmenbedingungen kann eine erhebliche Vergrößerung der Zahl und der Größe von in Deutschland ansässigen VC-Fonds erwartet werden.

- **BaFin-Registrierungsverfahren verbessern:** Die aufsichtsrechtliche Regulierung der Tätigkeit von VC-Fondmanagern wird nicht generell als problematisch wahrgenommen. Allerdings wird häufig angemerkt, dass aufsichtsrechtliche Prozesse schlanker und transparenter werden sollten. Hierzu zählt eine klare Veröffentlichung der Registrierungsanforderungen für VC-Manager, da die bestehenden BaFin-Merkblätter teilweise mehrere Jahre alt sind und nicht die aktuelle Verwaltungspraxis wiedergeben. Des Weiteren könnten aufsichtsrechtliche Prozesse durch eine möglichst weitgehende Digitalisierung des Verfahrens und, speziell für EuVECA-Fonds, durch eine Verkürzung der Verfahrensdauer verbessert werden.
- **Absenkung der Mindestzeichnungssumme für semi-professionelle Anleger:** Wenngleich viele große und mittelgroße deutsche VC-Fonds Mindestzeichnungssummen verlangen, die über der aktuellen rechtlichen Untergrenze von EUR 200.000 für semi-professionelle Anleger liegen, so kann eine Absenkung der Mindestzeichnungssumme insbesondere dabei helfen, den Anlegerkreis kleinerer Fonds zu erweitern. Dies müsste durch Gesetzesänderung des § 1 Abs. 19 Nr. 33 a) KAGB geschehen. Dabei liegt insbesondere nahe, die Mindestzeichnungssumme für semi-professionelle Anleger im KAGB auf die ohnehin für EuVECA-Fonds geltende Summe von EUR 100.000 abzusenken.
- **Beschränkungen für Publikumsdachfonds lockern:** Aktuell scheint kein für Privatanleger zugänglicher Dachfonds zu existieren, der ausschließlich oder schwerpunktmäßig in VC investiert. Ein Grund hierfür könnte darin zu finden sein, dass ein Publikumsdachfonds nur in Spezial-AIF investieren darf, deren KVG eine Vollerlaubnis besitzen (§ 261 Nr. 6 KAGB). Diese Regelung schließt aus, dass ein Publikumsdachfonds in einen Spezial-AIF investiert, dessen KVG nur eine Registrierung nach dem KAGB besitzt. Die meisten deutschen VC-Fonds sind jedoch derartige Spezial-AIF. Mit Lockerung dieser Regelung könnten Publikumsdachfonds auch in VC-orientierte Spezial-AIF investieren. Hierdurch könnte Kapital von Privatinvestoren mobilisiert werden, welches dann dem VC-Bereich zugutekommt.
- **Öffnung der Sondervermögen für VC-Fonds:** Die Errichtung von VC-Fonds als Sondervermögen ist aufgrund gesetzlicher Beschränkung im deutschen KAGB nicht möglich (§ 139 KAGB). Diese Vorschrift legt fest, dass geschlossene inländische Investmentvermögen nur als Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital oder als geschlossene Investmentkommanditgesellschaft aufgelegt werden dürfen. Da VC-Fonds ihrer wirtschaftlichen Ausrichtung nach immer geschlossene Fonds sind, sind sie an diese Vorschrift gebunden. Eine Änderung des KAGB in diesem Punkt würde einen grundsätzlichen Systemwechsel bedeuten, der in ausländischen Rechtsordnungen aber seit langem existiert (etwa Luxemburg und Frankreich). Die Änderung könnte grundlegend neue VC-Fondsstrukturen ermöglichen, die auch eine Beteiligung von Privatanlegern deutlich erleichtern könnten (etwa durch eine Börsennotierung dieser Fondsanteile).

ANHANG A: EIGNUNG ALTERNATIVER FÖRDERANSÄTZE

Im Rahmen der Untersuchung der Machbarkeit einer INVEST-ähnlichen Förderung wurden ebenfalls weitere Vehikel und Möglichkeiten untersucht, um mittels einer Förderung Wagniskapitalinvestitionen für Privatanleger attraktiv zu machen und so zusätzliches Kapital für Start-ups zu mobilisieren. Jedoch scheitern diese Ansätze meist an den rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen in Deutschland.

A1 Publikumsfonds

Mit vergleichsweise geringen Investitionssummen erlauben Publikums-AIF Privatanlegern grundsätzlich den Zugang zu VC. Jedoch weist diese Anlageklasse eine Reihe von Merkmalen auf, welche die alleinige Förderung von Publikums-AIF als nicht ideal erscheinen lässt:

- **Nahezu nicht vorhandener Markt:** Aktuell finden sich in Deutschland bis auf vereinzelte Ausnahmen keine Publikums-Fonds, welche im Bereich VC aktiv sind. Somit würde eine alleinige Förderung dieser Fondsklasse aktuell auf einen Randbereich der Wagniskapitallandschaft beschränkt. Dennoch werden Publikums-AIF für die Förderung berücksichtigt, da in Zukunft möglicherweise neue derartige Fonds entstehen könnten.
- **Rechtliche und regulatorische Hindernisse,** die beim Auflegen eines Publikums-Fonds und dessen Verwaltung entstehen machen Deutschland als Standort für Fondsmanager weniger attraktiv.
- **Höhere Kosten für Anleger:** Während die Kostenstrukturen von Spezial-AIF Managementgebühren von in der Regel jährlich 2 % verlangen, liegen die Managementgebühren von VC-Publikums-AIF teilweise darüber. Daneben sind bei der Anlage in Publikums-AIF ein Agio und weitere Vertriebsprovisionen zu zahlen, welche die Rendite erheblich schmälern – bei Spezial-AIF gibt es diese Vertriebskosten typischerweise nicht.

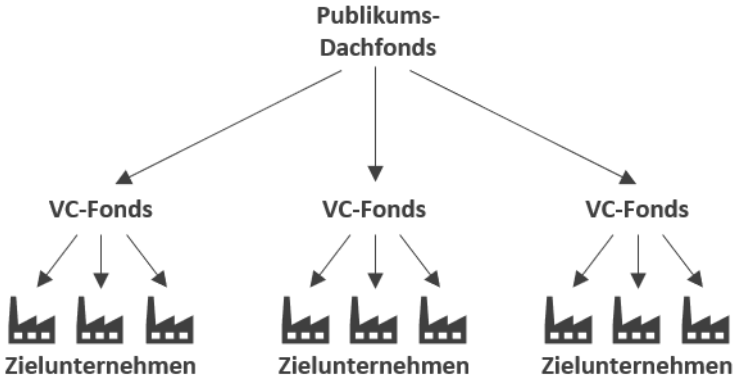
  Darüber hinaus ist zu erwarten, dass die Renditen von VC-Publikums-AIF unter denen von marktüblichen Spezial-AIF liegen, deren professionelle Managementteams sich auf Investitionsentscheidungen fokussieren können und nicht eine Vielzahl von Privatanlegern betreuen müssen.

Nichtsdestotrotz ist eine Förderung von Publikumsfonds grundsätzlich denkbar, die dazu beitragen kann, dass der aktuell vernachlässigte Markt der VC-Publikums-Fonds sich weiterentwickelt. Die hohen Anlegerzahlen (mehrere Tausend) von Publikumsfonds schließen jedoch eine individuelle Betreuung der Anleger durch das BAFA aus, sodass bei Förderung von Publikumsfondsinvestitionen der Großteil der administrativen Tätigkeiten auf den Fonds übertragen werden müsste.

A2 Publikums-Dachfonds

Als Dachfonds weden Fonds verstanden, welche das angelegte Kapital in Zielfonds anlegen. Bei einem VC-Dachfonds würden diese Zielfonds das Kapital in einzelne Zielunternehmen investieren. Insbesondere aufgrund der breiteren Diversifikation und den damit verbundenen geringeren Verlustrisiken wäre diese Option für Privatanleger zumindest theoretisch attraktiv.

Abbildung 47: Schematische Darstellung eines Dachfonds



Es bestehen jedoch wesentliche aufsichtsrechtliche Einschränkungen für Publikums-Dachfonds, die die Errichtung so schwierig machen, dass auf dem deutschen Markt – soweit erkennbar – keine Angebote bestehen. Neben sehr hohen allgemeinen Anforderungen an Publikums-AIF, dürfen diese nur in Spezial-AIF investieren, deren KVG eine Vollerlaubnis besitzen. Publikums-Dachfonds sind somit in der Auswahl ihrer Zielfonds stark eingeschränkt und gerade die typischen VC-Fonds in Deutschland sind als Zielfonds ausgeschlossen. Für weitere Hintergründe sei hier auf Kapitel 2.2 verwiesen.

Darüber hinaus würde sich der Verwaltungsaufwand bei einer Förderung von Publikums-Dachfonds durch die zusätzliche Ebene, die große Anzahl von Anlegern und Unternehmen ohnehin massiv erhöhen, sodass potentielle Administrierbarkeitsprobleme auf Seiten der BAFA die Folge sein könnten.

A3 Feederfonds

Als Feederfonds werden Bündelungsvehikel bezeichnet, die einen Großteil ihres Fondsvermögens in einem Masterfonds anlegen. Das KAGB definiert Feederfonds als jene Fonds, die dauerhaft mindestens 85 % ihres Vermögens in einen Masterfonds investieren.

Insbesondere im Bereich der großen Privat-Equity-Fonds, bei denen die Mindestanlagesummen in der Regel im Millionenbereich liegen, könnten Master-Feeder-Strukturen nicht-institutionellen Anlegern die Teilhabe an dieser sonst nicht zugänglichen Anlageklasse ermöglichen. Neben nordamerikanischen Anbietern[77] finden sich auch hierzulande FinTechs[78], die Feederfonds für Private-Equity-Fonds auflegen.

Auch in Bezug auf Venture Capital könnten Feederfonds möglicherweise eine Möglichkeit darstellen, um Kapital von vielen semi-professionellen Anlegern zu bündeln und als Einheit in einen groß-volumigen VC-Fonds zu investieren. Hiermit würde Kapital von Privatpersonen insbesondere für große deutsche Fonds deutlich attraktiver, da keine Betreuung einzelner Privatpersonen durch den Fonds mehr nötig wäre. Somit könnten geförderte Feederfonds mehr wohlhabenden Privatpersonen den Zugang zu VC-Fonds ermöglichen und so zusätzliches Kapital mobilisieren. Jedoch würde sich hierbei, analog zum Dachfonds-Ansatz, der administrative Aufwand sowie die Kosten durch die zusätzliche Ebene erhöhen.

Während jedoch auch Feederfonds existieren, die dem Publikumsfonds zuzuordnen sind, so ist die Master-Feeder-Struktur ungeeignet, um Spezial-AIF dem Publikum zugänglich zu machen. Das KAGB schließt explizit aus, dass Publikums-AIF Feederfonds einer Spezial-AIF sind (§ 280 KAGB).

Folglich ist die Master-Feeder-Struktur kein geeignetes Instrument für die Gestaltung einer INVEST-ähnlichen Förderung, um Wagniskapital von durchschnittlichen Privatanlegern für Start-ups zu mobilisieren.

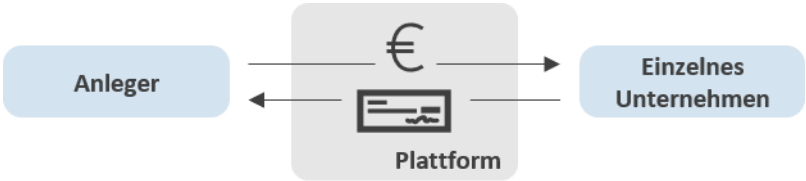
[77] Bespiele: iCapital, Artivest

[78] Beispiel: Moonfare

A4 Gebündelte Crowdinvestitionen

Crowdinvesting als Finanzierungsform erlaubt einer Vielzahl von Anlegern, sich mit meist geringen individuellen Beträgen an einem Start-up zu beteiligen. Internetplattformen bringen hierbei Anleger und Unternehmen zusammen. Beim Crowdinvesting sind die Anleger über Beteiligungen an Gewinnen des Unternehmens beteiligt oder erhalten Anteile oder Schuldinstrumente, wenn das Investment mit Wertpapieranlagen verbunden ist.[79]

Abbildung 48: Schematische Darstellung von Crowdinvesting



Regulatorische Änderungen machen in Deutschland prospektfreie Eigenkapitalfinanzierungen einzelner Unternehmen durch Öffnung des Genussrechtes möglich, bei denen lediglich ein Vermögensanlagen-Informationsblatt von Nöten ist.

Gebündelte Investitionen in mehrere Unternehmen dürften jedoch wieder Publikums-AIF sein, da es sich bei jenen Investitionen um ein Investmentvermögen nach § 1 Abs. 1 KAGB handeln wird. Die damit einhergehenden hohen regulatorischen Hürden machen gebündelte Crowdinvestitionen wenig attraktiv.

BaFin zum Thema Crowdinvesting:[79]

„Wann ist die Plattform erlaubnispflichtig gemäß KAGB?
Durch das Crowdinvesting können sich je nach vertraglicher Ausgestaltung auch Erlaubnispflichten nach dem KAGB ergeben, wenn es sich bei einem der Beteiligten um ein Investmentvermögen handelt.“

Geförderte VC-Fonds-ähnliche Crowdfunding Produkte, wie sie beispielsweise im Vereinigten Königreich angeboten werden[80], sind somit in Deutschland nicht möglich.

[79] https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdinvesting/crowdinvesting_node.html
[80] https://www.seedrs.com/eis100fund

ANHANG B: ABKÜRZUNGEN

Abkürzung	Bedeutung
AGVO	Allgemeine Gruppenfreistellungsverordnung
AIF	Alternative Investmentfonds
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
AMF	Autorité des marchés financiers
AMUF	Asset Management Umbrella Fund
BAFA	Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BHO	Bundeshaushaltsordnung
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft und Energie
EIF	European Investment Fund
EIS	Enterprise Investment Scheme
ESB	Eligible Small Business
ESVCLP	Early Stage Venture Capital Limited Partnerships
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuVECA-VO	EuVECA-Verordnung
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
FCPI	Fonds Commun de Placement dans L'innovation
FCPR	Fonds Commun de Placement à risque
FIP	Fonds d'Investissement de Proximité
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GP	General Partner
HMRC	Her Majesty's Revenue and Customs
HTGF	High-Tech Gründerfonds
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
LP	Limited Partner
LSE	London Stock Exchange
LSVCC	Labor-Sponsored Venture Capital Corporations
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
PE	Private Equity
SCR	Sociétés de capital-risque
SEIS	Seed Enterprise Investment Scheme
SITR	Social Investment Tax Relief
UG	Unternehmergesellschaft (haftungsbeschränkt)
VC	Venture Capital
VCC	Venture Capital Corporations
VCLP	Venture Capital Limited Partnerships
VCT	Venture Capital Trust

ANHANG C: DANKSAGUNG

Wir möchten uns bei allen Marktteilnehmern, Behörden und Verbänden bedanken, die im Rahmen der Marktbefragung und des Workshops mitgewirkt haben:

Copyright © 2020 – SpaceTec Partners / P+P Pöllath + Partners. Alle Rechte vorbehalten.