

# Evaluation des Förderprogramms „INVEST – Zuschuss für Wagniskapital“

## Kurzfassung

des Projektberichts an das BMWi

Mannheim, Juni 2016

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung  
(ZEW) Mannheim

VDI Technologiezentrum Düsseldorf

Verband Vereine Creditreform e.V. Neuss



# ZEW

Zentrum für Europäische  
Wirtschaftsforschung GmbH

VDI Technologiezentrum

Creditreform  
Wirtschaftsforschung

Ansprechpartner

Dr. Sandra Gottschalk (ZEW)

L 7, 1 · 68161 Mannheim

Postfach 10 34 43  
68034 Mannheim

E-Mail [gottschalk@zew.de](mailto:gottschalk@zew.de)

Telefon +49 621-1235-267

Telefax +49 621-1235-170

Diese Untersuchung wurde im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie der Bundesrepublik Deutschland (BMWi) erstellt.

Das BMWi hat auf die Ergebnisse keinen Einfluss genommen, diese liegen allein in der Verantwortung der Autoren und des ZEW.

## Autoren des Berichts

Sandra Gottschalk

Jürgen Egel

Frank Herrmann

Silke Hupperts

Karsten Reuss

Mila Köhler

Johannes Bersch

Simona Wagner

## Projektteam ZEW:

Sandra Gottschalk (Projektleitung)

Johannes Bersch

Jürgen Egel

Mila Köhler

Georg Licht

Martin Murmann

Simona Wagner

## Projektteam VDI Technologiezentrum:

Frank Herrmann

Silke Hupperts

Karsten Reuss

## Projektteam Creditreform:

Michael Bretz

**INHALTSVERZEICHNIS**

Abbildungen .....	ii
Tabellen .....	iii
1 Aufgabenstellung.....	1
2 Befunde.....	2
2.1 Die Teilnehmer am Programm .....	2
2.2 Das Umfeld: Der Markt für Wagniskapital in Deutschland .....	3
2.3 Literaturüberblick .....	4
2.4 Implementationsanalyse .....	6
2.5 Effekte des Programms auf Investoren .....	7
2.6 Von INVEST erreichte Unternehmen .....	9
3 Bewertung und Schlussfolgerungen .....	11
3.1 Ein relevantes Problem: Die Finanzierung der Frühphase einer Gründung.....	11
3.2 Staatliche Intervention gerechtfertigt: Bedingungen für Marktversagen.....	12
3.3 Wichtige Akteure der Frühphasenfinanzierung: Privatinvestoren.....	13
3.4 INVEST und Privatinvestoren: Kapital wird mobilisiert .....	14
3.5 Erreichte Portfoliounternehmen: Sehr innovationsaktive Unternehmen .....	15
3.6 Implementierung und Ausgestaltung: Einige Verbesserungsmöglichkeiten .....	16
3.7 Und nun? .....	17

## **Abbildungen**

Abbildung 2-1: Branchenverteilung der förderfähigen Unternehmen .....	3
Abbildung 2-2: Anzahl der neuen Investitionen (Beteiligungen) von Investoren in junge, innovative Unternehmen.....	4
Abbildung 2-3: Verteilung des durchschnittlichen Beteiligungskapitalvolumens in 1.000 € nach Quintilen.....	10

## **Tabellen**

Tabelle 2-1: Wirkung des INVEST Programms insgesamt.....	8
--	---



## 1 Aufgabenstellung

Im Oktober 2015 erteilte das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi) einem Konsortium aus Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, VDI Technologiezentrum und Creditreform Wirtschaftsforschung den Auftrag zur Erstellung einer Evaluationsstudie zum Förderprogramm INVEST – Zuschuss für Wagniskapital.

Viele neu gegründete Unternehmen haben erhebliche Schwierigkeiten, die Frühphase am Markt zu finanzieren. Bis die Unternehmen am Markt etabliert sind und sie hinreichend große Umsätze erzielen können, um die Startkosten und das laufende Geschäft zu decken, dauert es je nach Branche und notwendigen Investitionsaufwand mindestens mehrere Monate, wenn nicht etliche Jahre. Dies ist besonders für Gründerinnen und Gründer, die keine oder nur sehr geringe Eigenmittel in das neue Unternehmen einbringen können oder die keine hinreichend großen Privatvermögen als Sicherheit für Kredite besitzen, eine oft unüberwindliche Hürde.

Um diese Probleme zu mindern startete im Mai 2013 das Förderprogramm „INVEST - Zuschuss für Wagniskapital“ mit dem Ziel, mehr privates Wagniskapital von Privatinvestoren in Deutschland zu mobilisieren und so junge innovative Unternehmen bei der Finanzierung ihrer Frühphase zu unterstützen. Die geförderten Investoren erhalten einen steuerfreien Zuschuss in Höhe von 20% ihrer in ein junges Unternehmen eingebrachten Investitionssumme, bis zu einer Obergrenze von 250.000 € pro Investition und insgesamt 1 Mio. € pro Jahr und Unternehmen. Die Administration des Programms liegt beim Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle (BAFA).

Diese Evaluationsstudie hat zum Ziel, die Effekte des Programms auf dem privaten Wagniskapitalmarkt sowie die Bedeutung für junge Kapital suchende Unternehmen abzuschätzen und die Wirtschaftlichkeit der Verwendung der im Rahmen des Programms eingesetzten Mittel zu beurteilen. Eine Evaluation so kurze Zeit nach Start des Programms kann die Nachhaltigkeit der Maßnahme nicht ermitteln. Die Frage, ob durch INVEST tatsächlich Wachstum und Innovationen induziert werden, ist erst in 8 bis 10 Jahren nach Programmstart zu beantworten.

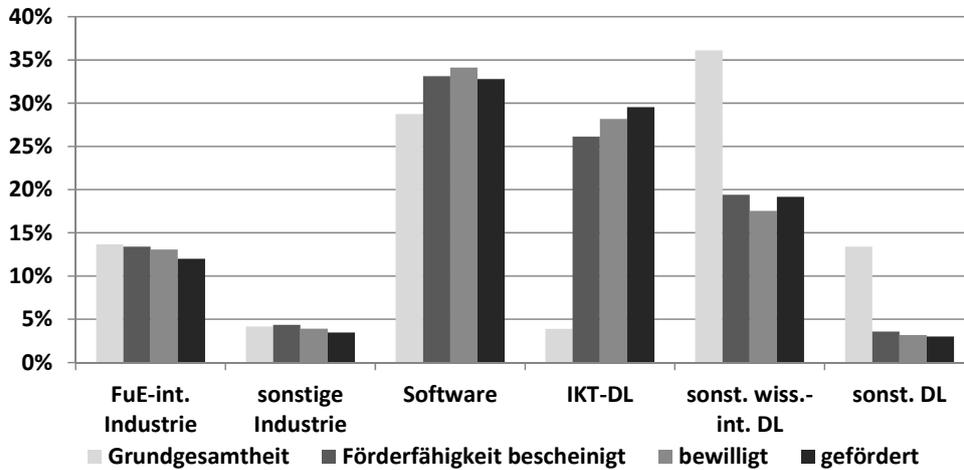
## **2 Befunde**

### **2.1 Die Teilnehmer am Programm**

Von Mai 2013 bis Anfang November 2015 wurden 2.073 Anträge auf Gewährung des Investitionszuschusses durch 1.654 Investoren gestellt, von denen 1.253 (60%) bewilligt worden sind. Bis zum Stichtag wurde in 990 Fällen der Zuschuss ausbezahlt, 888 Investoren wurden durch den Zuschuss gefördert. Bei knapp einem Viertel der Investoren handelt es sich um eine Business Angel GmbH. Von jungen Unternehmen wurden 2.310 Anträge zur Bescheinigung ihrer Förderfähigkeit eingereicht. In Summe beteiligten sich 1.951 Unternehmen an dem Programm, von diesen wurden 1.515 (78%) von der Bewilligungsbehörde, dem Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle (BAFA) als förderfähig eingestuft. Mindestens einen Investor, der sich an ihrem Unternehmen beteiligen wollte und dem der Förderzuschuss bewilligt wurde, konnten 536 förderfähige junge Unternehmen finden, das entspricht einer Quote von 35% aller Unternehmen mit Förderfähigkeitsbescheinigung. Die 888 Investoren, die bis zum Stichtag den Zuschuss erhielten, beteiligten sich an 433 Unternehmen. Bei fast der Hälfte dieser Unternehmen haben sich mindestens zwei geförderte Investoren beteiligt.

Mehr als die Hälfte der Unternehmen mit einer Förderfähigkeitsbescheinigung bieten Softwareprogrammierungen und andere Informations- und Kommunikationsdienstleistungen (IKT) an und sind damit deutlich überproportional häufig am INVEST-Programm beteiligt. Berliner IKT-Start-ups sind ein Schwerpunkt der INVEST-Förderung. Ferner zeigt sich, dass das Zentrum der INVEST-Förderung in der frühen Phase der Unternehmensentwicklung liegt (Early-Stage).

Abbildung 2-1: Branchenverteilung der förderfähigen Unternehmen



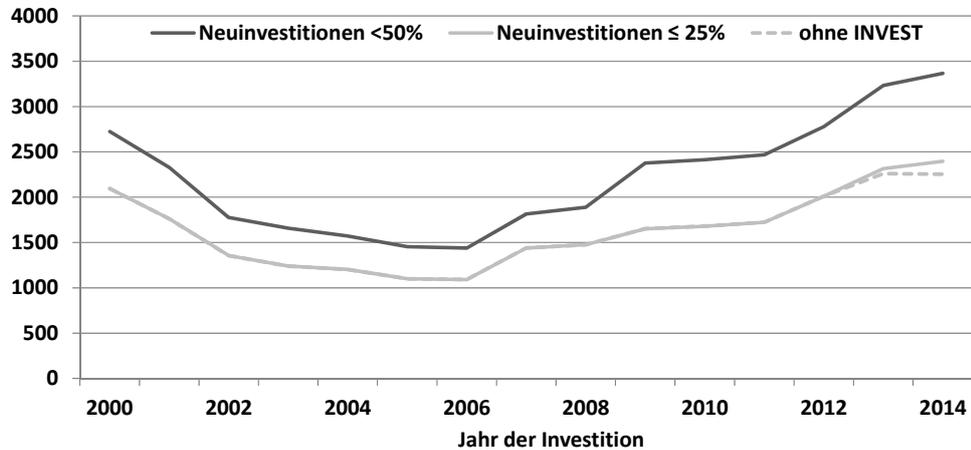
Quelle: Teilnehmerdaten des INVEST-Förderprogramms, BAFA; MUP, ZEW (Eigene Berechnungen)

Die gesamte bewilligte Investitionssumme seit dem Beginn des Programms im Mai 2013 bis zum 11.11.2015 beträgt rund 104,3 Mio. €. Bewilligt wurden Zuschüsse in Höhe von 19,2 Mio. €.

## 2.2 Das Umfeld: Der Markt für Wagniskapital in Deutschland

INVEST startete in einer Aufschwungphase des Wagniskapitalmarktes in Deutschland, der seit 2012 zu beobachten ist. Die Finanztransaktionsdatenbanken Zephyr und Majunke zeigen einen Anstieg der Anzahl von Wagniskapitalinvestitionen in junge Unternehmen und eine Ausweitung des Wagniskapitalvolumens. Dies liegt ganz wesentlich daran, dass auch nicht-typische Wagniskapital-Investoren in diesen Markt einsteigen. Das sind oft Private-Equity-Anbieter, CVCs oder Investment-Gesellschaften, die wegen der geringen Renditen in den klassischen Anlagemärkten verstärkt in Unternehmen investieren. Dabei treten sie häufig als Co-Investoren mit klassischen Wagniskapital-Investoren auf. So steigt das investierte Wagniskapital und gleichzeitig kann das Investitionsvolumen der klassischen Wagniskapitalanbieter gering bleiben.

**Abbildung 2-2: Anzahl der neuen Investitionen (Beteiligungen) von Investoren in junge, innovative Unternehmen**



Quelle: MUP, ZEW (Eigene Berechnungen)

Für junge Unternehmen wird mehr Beteiligungskapital zur Verfügung gestellt als im letzten Jahrzehnt. Auch hat sich das Engagement von Business Angels überproportional erhöht. Diese sind an mehr Finanzmarkttransaktionen in junge Unternehmen beteiligt und ihr Volumenanteil hat sich um mehrere Prozentpunkte erhöht. INVEST hat trotz der bisher geringen Laufzeit bereits zur Belebung des Beteiligungskapitalmarktes beigetragen, wenn auch nur mit einem geringen Anteil. So konnte bei 30% der durch INVEST geförderten Investoren festgestellt werden, dass sie erstmals in ein junges Unternehmen investiert haben. Ein Teil dieser Investoren hatte zuvor nur in etablierte Unternehmen investiert, ein anderer Teil ist jedoch zum ersten Mal überhaupt als Investor aufgetreten: 21% sind sogenannte Virgin Angels. Ein Großteil der Erstinvestoren investiert gemeinsam mit anderen Investoren in die jungen Unternehmen. Es ist zu vermuten, dass sie von erfahrenen Investoren dazu ermuntert werden, sich an einer Finanztransaktion zu beteiligen.

## 2.3 Literaturüberblick

### *Die Bedeutung von Privatinvestoren*

Privatinvestoren spielen vor allem bei der Frühphasenfinanzierung von Unternehmen eine wichtige Rolle. Sie weisen eine höhere Flexibilität als andere

Wagniskapitalgeber auf und bieten – als Business Angels – oft eine intensivere Betreuung an. Gleichzeitig sind die durch sie zur Verfügung gestellten Investitionssummen meist geringer, so dass Unternehmen nach der Start-Up-Phase auf andere Kapitalgeber angewiesen sind. Die Anschlussfinanzierung nach der Start-Up-Phase ist dabei nicht immer gesichert.

#### *Marktversagen liegt vor*

In der Literatur finden sich zahlreiche Belege für Marktversagen im Wagniskapitalmarkt. Insbesondere spielen Informationsasymmetrien im Wagniskapitalmarkt eine wichtige Rolle, aber auch Phänomene wie „öffentliche Güter“ und „externe Effekte“. Während der Frühfinanzierungsphase sind diese Informationsasymmetrien sowohl bei Unternehmen als auch bei Investoren stärker ausgeprägt als in anderen Finanzierungsphasen.

Ein höheres Risiko für die Marktakteure verstärkt die negativen Auswirkungen von asymmetrischer Information und damit auch das Marktversagen. INVEST liefert durch die Risikoabsenkung für Investoren nach Ansicht der Evaluatoren einen wichtigen Beitrag, diese negativen Auswirkungen zu reduzieren. Eine völlige Ausschaltung des Investitionsrisikos wäre allerdings aufgrund der dann fehlenden Anreizwirkung nicht empfehlenswert. Auch die Signalwirkung von INVEST und die vorgeschriebene Mindesthaltedauer von Beteiligungen können helfen, Marktversagen zu verringern.

#### *Der Wagniskapitalmarkt in Deutschland*

Der deutsche Markt für Wagniskapitalbeteiligungen ist im internationalen Vergleich, insbesondere im Vergleich zum angelsächsischen Raum, noch relativ jung und weniger stark entwickelt. Business Angel Investitionen in Deutschland sind gemessen an der deutschen Wirtschaftsleistung im internationalen Vergleich ebenfalls unterdurchschnittlich stark ausgeprägt. Der geringere Entwicklungsgrad des Wagniskapitalmarktes geht tendenziell mit einer höheren Intransparenz und größeren Informationsasymmetrien einher.

Mittel- bis langfristig sind ein zunehmendes Wachstum und eine zunehmende Bedeutung des Wagniskapitalmarktes in Europa zu erwarten. Staatliches Handeln wird dabei ein wichtiges Element bleiben, da die verschiedenen Formen von Marktversagen auch in Zukunft bestehen werden. Maßnahmen wie INVEST, welche Business Angel Investitionen fördern, können darüber hinaus

einen wichtigen Beitrag zur Reduzierung von Marktversagen und dem Schließen der Finanzierungslücke liefern.

In der Studie wurden 23 Fördermaßnahmen für Start-up-Unternehmen in Deutschland und in anderen Ländern verglichen. Besonders häufig sind staatliche Eigenkapitalinstrumente und Co-Finanzierungsmaßnahmen, aber auch Anreize für Eigenkapitalgeber über das Fiskalsystem und verschiedene Formen zur Stimulierung der Nachfrageseite wie Stärkung der Gründerkultur, Bildungsprogramme u.ä. sind vertreten.

### **2.4 Implementationsanalyse**

Im Rahmen der Implementationsanalyse wurde eine detaillierte Untersuchung des Antrags- und Abwicklungsverfahrens von INVEST durchgeführt. Insgesamt zeigte sich eine sehr gute, unbürokratische und wirtschaftliche Umsetzung des Programms durch die Bewilligungsbehörde und den Projektträger. Der Bürokratieaufwand von den am INVEST-Programm beteiligten Investoren und Unternehmen wird als niedrig eingestuft. Befragte Investoren und Unternehmen zeigten sich zufrieden mit dem Beratungsangebot des BAFA.

Hinsichtlich der Bekanntheit des Programms, die aus Sicht der Evaluatoren noch weiter ausgebaut werden sollte, lassen sich auf Grundlage der Evaluierungsbefunde keine eindeutigen Empfehlungen ableiten: Vielmehr wurde deutlich, dass es sich bei den Programmteilnehmern um heterogene Gruppen handelt, die über sehr unterschiedliche Marketingkanäle erreicht werden könnten. Insbesondere für private Investoren, die nicht in Netzwerken organisiert sind, lässt sich aus den Untersuchungsergebnissen keine eindeutige Werbestrategie ableiten, da es sich hier aus Sicht der Evaluatoren um eine äußerst uneinheitliche Gruppe handelt. Möglicherweise könnte diese Zielgruppe, die *nicht* an Veranstaltungen der Business Angels Szene teilnimmt, dennoch über Multiplikatoren wie Steuer- und Anlage- oder Bankberater erreicht werden.

Im Rahmen der Untersuchung der Vollzugswirtschaftlichkeit wurde der Frage nachgegangen, ob der administrative Vollzug der Maßnahme (hier: Verwaltungskosten BAFA) im Hinblick auf den Ressourceneinsatz (hier: beantragte Zuwendungen) wirtschaftlich war. Es zeigte sich, dass der Kostenanteil der Bewilligungsbehörde für die administrative Abwicklung des Programms an den gesamten Kosten der Förderung (hier: beantragte Zuwendungen) 2,54% be-

trägt. Aus Sicht der Evaluatoren stehen Verwaltungskosten und beantragte Zuwendungen in einem angemessenen Verhältnis zueinander, so dass der Vollzug der Maßnahme als wirtschaftlich gewertet wird.

## 2.5 Effekte des Programms auf Investoren

Die Analysen zu den Effekten des Programms auf Investoren basieren auf Befragungen von Investoren, die sich am INVEST-Programm beteiligt haben, und Investoren, die bisher keinen INVEST-Förderantrag gestellt haben. Ferner wurden die Ergebnisse von Interviews einbezogen, die mit Experten des Wagniskapitalmarktes in Deutschland im Rahmen dieses Projektes geführt wurden.

INVEST-Teilnehmer sind in der Regel keine passiven Privatinvestoren sondern Business Angel, die sich neben dem finanziellen Beitrag aktiv im Geschäftsalltag ihrer jungen Portfolio-Unternehmen engagieren. Die durch INVEST geförderten Investoren engagieren sich zu einem größeren Anteil in organisierten Business Angel Netzwerken. Die Portfolio-Unternehmen der geförderten Investoren werden im Durchschnitt häufiger als wachstumsorientiert eingestuft als die der nicht-geförderten. Mit den Investments der Geförderten werden größere Risiken eingegangen, aber auch höhere Renditen erwartet. Dies unterstreicht, dass INVEST Investoren angesprochen hat, die „echtes“ Wagniskapital investieren.

Ein großes Manko des INVEST-Programms liegt an seiner bisher noch geringen Bekanntheit. Business Angels, die in professionelle Business Angel Netzwerken integriert sind, erfuhren in der Regel von dem Förderprogramm. Nicht-organisierte Investoren offenbar kaum: Nur 20% der in der Online-Befragung befragten nicht-geförderten Investoren kennen das INVEST-Programm.

Durch die INVEST-Förderung zusätzlich induziertes Wagniskapital wurde auf zweierlei Weise zur Verfügung gestellt: Zum einen konnte zusätzliches Kapital durch neue, bisher nicht als Beteiligte an jungen Unternehmen aktive, Investoren akquiriert werden. Durch sie wurden 14,3 Mio. € zusätzlich in junge Unternehmen investiert. Zum anderen haben viele erfahrene Investoren mehr Beteiligungskapital investiert. Basierend auf den Angaben der Investoren bei der Online-Befragung konnte berechnet werden, dass 88% der gesamten Bewilligungssumme tatsächlich als zusätzliches Beteiligungskapital in junge, innovative Unternehmen investiert wurden.

Der gesamte Nettoeffekt, der aus Investitionen von Virgin Angels und erfahrenen Investoren resultiert, ist positiv: Zu jedem eingesetzten EURO werden zusätzlich 50 ct. in junge Unternehmen investiert.

**Tabelle 2-1: Wirkung des INVEST Programms insgesamt**

Zusätzlich durch INVEST bereitgestelltes Kapital durch erfahrene Investoren	14.487.000 €
Summe der Bewilligungsbeträge der erfahrenen Investoren	16.470.000 €
Summe der Nettoeffekte durch erfahrene Investoren	-1.983.000 €
Anteil Summe Nettoeffekte an Summe Bewilligungsbetrag durch erfahrene Investoren	<b>-12%</b>
Zusätzlich durch INVEST bereitgestelltes Kapital durch Virgin Angels	14.251.000 €
Summe der Bewilligungsbeträge von Virgin Angels	2.708.000 €
Summe der Nettoeffekte durch Virgin Angels	11.544.000 €
Zusätzlich durch INVEST bereitgestelltes Kapital insgesamt	28.738.000 €
Summe der Nettoeffekte insgesamt	9.560.000 €
Anteil Summe Nettoeffekte an Summe Bewilligungsbetrag insgesamt	<b>50%</b>

Quelle: Teilnehmerdaten des INVEST-Förderprogramms, BAFA; Investoren Online-Befragung, ZEW

Die Richtlinien des INVEST-Programms und potenzielle Modifikationen wurden ausführlich sowohl in der Online-Befragung als auch in persönlichen Gesprächen mit Akteuren des Wagniskapitalmarktes thematisiert. Im Großen und Ganzen werden die Richtlinien als adäquat und sinnvoll erachtet. Die größten Effekte auf die Höhe der Investitionssummen sind wohl von zwei Erweiterungen des Programms, das auch im Eckpunktepaper der Bundesregierung vorgesehen war, zu erwarten: eine Erstattung der Steuer auf Veräußerungsgewinne und ein Förderzuschuss für den Ausgleich von Verlusten. Einige Experten sehen den Verlustausgleich kritisch, denn dadurch käme es nach Ansicht dieser Experten zu einer zu starken Minderung des Risikos. Die Steuerfreistellung von Veräußerungsgewinnen wurde dagegen überwiegend positiv beurteilt.

Viele der im Rahmen dieses Projektes befragten Akteure des Wagniskapitalmarktes sprachen sich dafür aus, auch Folgeinvestitionen zu bezuschussen, um eine lückenlose Finanzierung junger Unternehmen auch in späteren Wachstumsphasen zu unterstützen.

## 2.6 Von INVEST erreichte Unternehmen

Wichtige Fragen hinsichtlich der von INVEST erreichten Unternehmen lauten: Welche Merkmale weisen die Unternehmen auf, die vom Programm INVEST erreicht werden? Wie sind die Chancen, Beteiligungskapital zu erhalten? Führt die Förderung durch INVEST dazu, dass die Unternehmen höhere Summen an Beteiligungskapital akquirieren können? Diesen Fragen wird jeweils durch Vergleich der (zumindest mittelbar) von INVEST geförderten Unternehmen mit Referenzunternehmen nachgegangen. Die Gruppe der Referenzunternehmen wird dabei für die unterschiedlichen Fragestellungen jeweils angepasst kreiert. Die Informationen basieren auf den Daten, die bei telefonischen Befragungen bei geförderten Unternehmen und bei nicht geförderten Unternehmen erhoben wurden. Die Frage nach dem Vergleich der Beteiligungsvolumina wurde mit einem Kontrollgruppenansatz beantwortet.

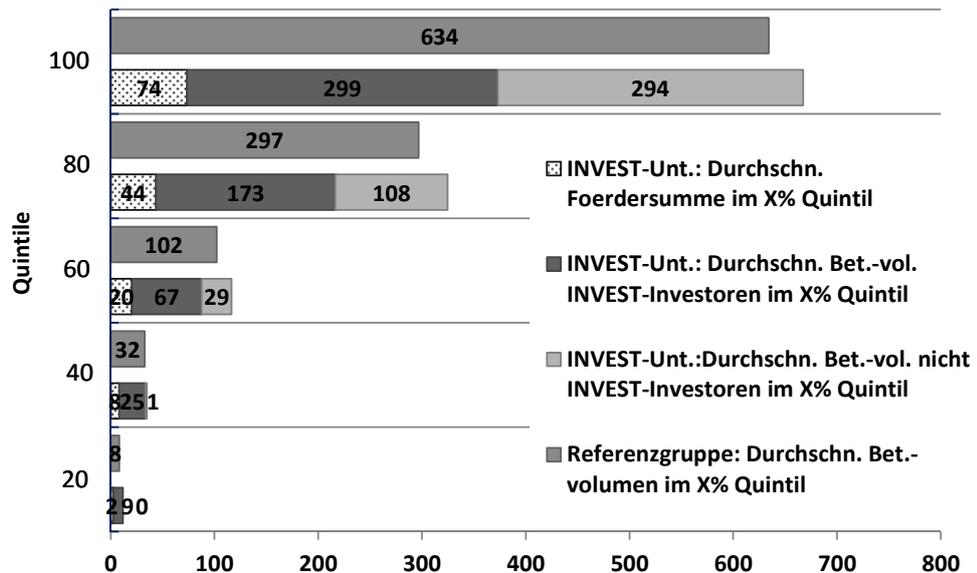
Aus der Gesamtmenge der Unternehmen, für die eine Förderung von Beteiligungen durch Investoren im Rahmen des INVEST-Programms infrage kommt, stellen die Unternehmen, die tatsächlich einen Antrag stellen, der dann auch erfolgreich ist, eine durchaus besondere Gruppe dar. Die INVEST-Unternehmen weisen im Vergleich zu einer Referenzgruppe die höher qualifizierten Gründerpersonen auf. Die Gründungsmotive und die strategischen Unternehmensziele dieser Gründerinnen und Gründer sind stärker auf Wachstum ausgerichtet als die anderer innovativer Unternehmen. Darüber hinaus entwickeln die INVEST-Unternehmen häufiger als die Referenzunternehmen durch eigene FuE-Anstrengungen neue Techniken oder Produkte. Bei dieser Kombination von Wachstumsorientierung und eigener Entwicklungstätigkeit kann es nicht verwundern, dass die INVEST-Unternehmen einen höheren externen Kapitalbedarf haben als die Referenzunternehmen und häufiger durch Beteiligungen (ohne Berücksichtigung von INVEST) finanziert werden.

Dies ist auch deshalb möglich, da die INVEST-Unternehmen bereits durch ihre Merkmale und Bedingungen zum Gründungszeitpunkt im Durchschnitt eine deutlich höhere Wahrscheinlichkeit für eine Beteiligungsfinanzierung aufweisen als Referenzunternehmen und sie auch zu deutlich höheren Anteilen Beteiligungskapital erhalten. INVEST erreicht somit nicht die Unternehmen, die (vielleicht völlig zurecht) auf dem Markt für Beteiligungskapital chancenlos

wären, sondern eher die Unternehmen am oberen Rand der „Beteiligungswürdigkeit“.

Dies schlägt sich auch in der Höhe der erhaltenen Beteiligungen nieder, je nach Quintil wird in INVEST-Unternehmen durchschnittlich zwischen 5% und 13% mehr Beteiligungskapital investiert als in Referenzunternehmen. Der „Vorteil“ ist im niedrigsten Quintil deutlich größer. Erhalten die Unternehmen insgesamt bis zu 2 Tsd. Euro, dann liegen die durchschnittlichen Beteiligungssummen bei INVEST-Unternehmen um 38% über denen der Referenzunternehmen.

**Abbildung 2-3: Verteilung des durchschnittlichen Beteiligungskapitalvolumens in 1.000 € nach Quintilen**



Quelle: Mannheimer Gründungspanel 2015, ZEW-Befragung der INVEST-Unternehmen, Teilnehmerdaten des INVEST-Förderprogramms, BAFA; Berechnungen des ZEW

Im niedrigsten Quintil ist die Differenz in den durchschnittlichen Beteiligungssummen auch höher als die durchschnittliche Fördersumme. In den vier anderen Quintilen gilt dies nicht. Dort ist der jeweilige durchschnittliche „Vorteil“ der INVEST-Unternehmen kleiner als die durchschnittlichen Fördersummen.

### **3 Bewertung und Schlussfolgerungen**

#### **3.1 Ein relevantes Problem: Die Finanzierung der Frühphase einer Gründung**

In der volks- und betriebswirtschaftlichen Literatur zu Unternehmensgründungen herrscht weitgehend Einigkeit darüber, dass die Gewährleistung der Finanzierung „des Unternehmensstarts“ ein erhebliches Problem für die Gründerinnen und Gründer in spe darstellt. Hierbei umfasst „Unternehmensstart“ die Phase von der ersten ernsthaften Überführung einer Geschäftsidee in ein konkretes Gründungsprojekt über den Markteintritt und die Etablierung der Unternehmen am Markt bis zum Erwirtschaften von Umsätzen, die mindestens die laufenden Kosten decken. Verfügen die Gründerinnen und Gründer – oder ihr direktes persönliches Umfeld – nicht über ausreichende eigene Mittel oder Vermögen zur Absicherung von Krediten, dann ist diese Finanzierungshürde besonders schwer zu nehmen. Dies gilt grundsätzlich unabhängig von der Qualität des Gründungsprojekts, so dass an dieser Hürde auch zahlreiche lohnende und konzeptionell erfolgversprechende Gründungsideen scheitern dürften. So stellt Unterkapitalisierung die bei weitem wichtigste Schließungsursache für junge Unternehmen dar.

Für Gründungsprojekte, deren Geschäftsidee auf einer Innovation beruht, unabhängig ob auf einem neuen Produkt bzw. einer neuen Dienstleistung oder auf einem neuen Verfahren zur Leistungserstellung, gilt dies in ganz besonderem Maße. Diese Gründungen haben eine längere Forschungs- und Entwicklungsphase zu durchlaufen, bevor sie ihr Angebot bis zur Marktreife gebracht haben. Handelt es sich um eine Marktneuheit, dann ist auch für die Markteinführung bis zur Akzeptanz durch die Nachfrager noch ein längerer Zeitraum zu veranschlagen. Für Gründungsprojekte bzw. junge Unternehmen, insbesondere wenn sie hoch innovative Geschäftsideen verfolgen, stellt die Sicherstellung der Frühphasenfinanzierung eine überaus relevante Schwierigkeit dar. Dies gilt umso mehr, wenn die Gründerinnen und Gründer nicht über hinreichend umfangreiche eigene Mittel oder Sicherheiten verfügen.

Insofern adressiert das INVEST-Programm ein in der Literatur weitgehend erkanntes, durchaus bedeutsames Problem. Es setzt an der Finanzierungsrestriktion an und soll gerade Beteiligungsinvestitionen in innovative (im Programm

über die förderfähigen Branchen abgegrenzt) junge Unternehmen erreichen. Die nennenswerte Verbesserung der Finanzierungsmöglichkeiten für tatsächlich innovative Gründungen würde durchaus zu einer nennenswerten Verbesserung des Wachstumspotenzials in der Population der jungen Unternehmen führen.

### **3.2 Staatliche Intervention gerechtfertigt: Bedingungen für Marktversagen**

Eine ganz wesentliche Ursache für die starke Zurückhaltung möglicher Investoren bzw. Wagniskapitalgeber liegt in der hohen Unsicherheit, die hoch innovativen Gründungskonzepten innewohnen und die Risikoberechnungen mit finanzmathematischen Verfahren nicht zulassen. Dies macht Kalkulationen für Kreditinstitute aber auch Venture Capital Unternehmen oder –fonds sehr schwierig. Nicht selten sehen sie darum von der Finanzierung der Frühphasen junger Hightech-Unternehmen ab. Zu diesen objektiven Unsicherheiten über den Verlauf der Gründungsprojekte kommen für die möglichen Akteure noch weitere Unwägbarkeiten hinzu, die zum Versagen des Marktmechanismus führen (zumindest dahingehend, dass ein Marktgleichgewicht nicht die wohlfahrtsoptimale Allokation hervorbringt).

So haben Innovationen häufig Charakteristika so genannter „öffentlicher Güter“ oder „externer Effekt“. D.h., dass auch andere Marktteilnehmer Nutzen aus den Innovationen ziehen können ohne sich an den Kosten der Entwicklung oder Markteinführung zu beteiligen, sei es, dass sie Technologien übernehmen können, prinzipiell auf die Lösungsmöglichkeiten für bestimmte Probleme hingewiesen werden oder die Neuerungen selbst weiterentwickeln und so in Wettbewerb zu ursprünglichen Innovatoren treten. Besonders relevant ist das Problem der asymmetrischen Information zwischen potenziellen Kapitalgebern und Gründern bzw. Unternehmern. Die potenziellen Investoren kennen nicht die „wahren“ Optionen des neuen Unternehmens und seines innovativen Gründungsprojekts, der Gründer kennt nicht die „wahren“ Ziele des möglichen Investors und seinen Zeithorizont bei der Finanzierung. Die Folge: Unterversorgung bei zu hohen Preisen. Heißt hier: Auch eigentlich lohnende Investments unterbleiben oder die investierten Summen sind zu gering, die Renditeanforderungen der Investoren sind – auch wegen der eher risikoscheuen Präferenzen der Anleger – überhöht.

Aus ökonomischer Sicht ist somit eine staatliche Intervention auf dem Markt für Wagniskapital für junge Unternehmen gerechtfertigt. INVEST setzt genau an den vom Marktversagen verursachten Symptomen an. Durch INVEST soll das gesamte angebotene Wagniskapitalvolumen für junge Unternehmen erhöht werden und das Risiko für Investoren wird durch die Zuschüsse gemindert, bzw. die Rendite der Investition im Erfolgsfall wird erhöht.

### **3.3 Wichtige Akteure der Frühphasenfinanzierung: Privatinvestoren**

Die Finanzierung von Gründungsprojekten, insbesondere von innovativen Gründungen, ist für Banken und den formellen Wagniskapitalmarkt nicht besonders attraktiv. Sie haben oft relevante Fixkosten und benötigen für ihr Risikoportfolio berechenbare Investments, die auch eine gewisse Höhe übersteigen sollten. Jungen (und deshalb oft kleinen) Unternehmen, auch solchen aus den Branchen der Hightech-Industrie oder der Hightech-Branchen des Dienstleistungssektors, ist aber häufig bereits mit kleineren Summen ausreichend gedient.

Für diese Phasen der Unternehmensentwicklung sind eher Privatinvestoren von Relevanz. Sie haben wegen der überschaubaren Anzahl ihrer Investitionen erheblich niedrigere Fixkosten als die formellen Anbieter und sie sind oft in ihren Portfoliounternehmen auch als Ratgeber und Strategen engagiert (Business Angels). Außerdem investieren Privatinvestoren im Durchschnitt erheblich kleinere Summen in die Unternehmen als dies VC-Gesellschaften tun. Sie weisen somit die nötige Flexibilität auf, die für frühe, wenig berechenbare Phasen der Unternehmensentwicklung nötig sind. Von Nachteil ist allerdings, dass die Investitionshorizonte der Privatinvestoren häufig eher kurz sind und sie eine Folgefinanzierung – gerade für wachstumsorientierte Unternehmen von hoher Bedeutung – nicht garantieren wollen.

Auch diesen Überlegungen wird durch die Ausgestaltung von INVEST Rechnung getragen. Eine Förderung durch INVEST erhalten Privatinvestoren, die in junge Unternehmen (nicht älter als zehn Jahre) investieren. Die dabei zu beachtenden Regularien sind durchaus dazu geeignet, hinreichende Flexibilität für sehr unterschiedliche konkrete Situationen zu unterstützen. Auch die Mindesthaltedauer der Investitionen (mindestens drei Jahre) tragen dazu bei, die Investitionen für die erreichten Unternehmen verlässlich zu gestalten.

### **3.4 INVEST und Privatinvestoren: Kapital wird mobilisiert**

Auf Basis der Selbstauskunft durch die Befragung der geförderten Investoren kann festgestellt werden, dass durch das Programm INVEST ein durchaus bemerkenswerter Mobilisierungseffekt ausgegangen ist. So kann bei rund einem Fünftel der bisher von INVEST geförderten Investoren – das sind 220 Personen, knapp 90 pro Jahr – davon ausgegangen werden, dass sie erst durch diese Fördermöglichkeit zu einer Beteiligungsinvestition in ein junges Unternehmen angeregt wurden. Diese Erstinvestoren haben insgesamt eine Summe von 14,25 Mio. € in junge innovative Unternehmen investiert. Auch bereits als Privatinvestoren aktive Personen gaben an, die von ihnen investierten Wagniskapitalbeträge durch die erhaltene INVEST-Förderung gegenüber ihren ursprünglichen Planungen erhöht zu haben. So haben sich diese durch INVEST induziert insgesamt im bisherigen Förderzeitraum mit 14,49 Mio. € zusätzlich an jungen Unternehmen beteiligt. Dieses zusätzliche Investitionsvolumen ist allerdings geringer als die Fördersumme, die diesen Investoren durch INVEST gewährt wurde, sie beträgt 16,47 Mio. €. Gleichwohl wird auch für diese Investorengruppe ein durchaus nennenswerter Anteil von 16% ihrer Gesamtinvestitionen (in Höhe von gut 90 Mio. €) durch das Programm aktiviert.

Der Gesamteffekt von INVEST, unter Berücksichtigung beider Investorengruppen, ist aus Sicht der Evaluatoren durchaus positiv. Für jeden als Förderung eingesetzten EURO wurden von den Investoren im Durchschnitt 50 ct. draufgelegt, somit 1,5 € zusätzlich investiert.

Für die Zukunft kann durchaus erwartet werden, dass die von INVEST initiierten Investitionsvolumina noch deutlich steigen werden. Gegenwärtig hat das INVEST-Programm noch eine sehr geringe Bekanntheit. Dabei wird die zum Evaluationszeitpunkt noch relativ kurze Laufzeit des Programms von zweieinhalb Jahren durchaus eine Rolle spielen, aber natürlich spielen auch die bisher begangenen Marketing- und Bewerbungswege für das Programm eine Rolle. Wenn es gelingt, die Bekanntheit bei Privatinvestoren und potenziellen Portfoliounternehmen deutlich zu steigern, dann können von INVEST noch erheblich größere Wagniskapitalinvestitionen angestoßen werden.

### **3.5 Erreichte Portfoliounternehmen: Sehr innovationsaktive Unternehmen**

Die Effekte des Programms bei den Investoren allein genügen nicht für eine umfassend positive Bewertung des Programms. Hierzu ist natürlich wichtig, dass die vom Programm INVEST anvisierte Zielgruppe der Unternehmen auch tatsächlich erreicht wird, also gerade die innovativen, auf Wachstum ausgerichteten Unternehmen höhere Chancen auf Wagniskapital haben.

Die Analysen zeigen, dass INVEST über die Förderung der Investoren relativ zielgenau solche Unternehmen erreicht, die nach dem Programmkonzept erreicht werden sollen. Und dies, ohne eine Prüfung oder Bewertung des Konzepts der Unternehmen vorzunehmen. Geprüft wird lediglich die Branchenzugehörigkeit, die Unternehmensgröße und gegebenenfalls das Vorliegen einiger Innovationsmerkmale, um die Unternehmen als förderfähig im Sinne des Programms zu listen. Die konkrete Auswahl der Partnerunternehmen für einen INVEST-Antrag obliegt den Investoren. Es spricht viel dafür, dass diese dann die „normalen“ Auswahlkriterien für ihre Portfoliounternehmen zugrunde legen. Die so erreichte Allokation ist durchaus effizient im Sinne der Programmintention, diese „marktmäßige“ Auswahl hat sich bewährt. Innovation und Wachstum stehen bei den so erreichten Unternehmen ganz vorn auf der Ziel-liste.

Durch diese Eigenschaften und Merkmale weisen die INVEST-Unternehmen im Durchschnitt eine deutlich höhere Wahrscheinlichkeit für eine Beteiligungsfinanzierung auf als Referenzunternehmen. INVEST erreicht somit nicht die Unternehmen, die (vielleicht auch völlig zurecht) auf dem Markt für Beteiligungskapital chancenlos wären, sondern eher Unternehmen am oberen Rand der „Beteiligungswürdigkeit“. Das sollte allerdings nicht als Nachteil für das Programm bewertet werden. Wie die vorstehenden Darlegungen zeigen, ist gerade der Bedarf an externer Finanzierung bei den von INVEST erreichten Unternehmen besonders hoch. Sie bemühen sich um Investoren, vielfach ging die Initiative für INVEST-Anträge von den Unternehmen aus und nicht von den Investoren. Das spricht dafür, dass sie nicht „einfach so“ anderweitige Finanzierung erlangen können. Natürlich ist es aus volkswirtschaftlicher Sicht wünschenswert, wenn solche zukunftssträchtigen Unternehmen eher und mit mehr

Wagniskapital ausgestattet werden als Unternehmen, die von ihren Merkmalen her eher keine Aussichten auf derartige Finanzierung hätten.

Die Differenz in der erreichten Beteiligungskapitalfinanzierung zugunsten der geförderten Unternehmen ist in fast allen Volumengrößenklassen kleiner als die im Rahmen von INVEST gewährten Fördersummen. Da insgesamt von den geförderten Investoren etwa das 1,5-fache der Fördersumme zusätzlich investiert wird, bedeutet das, dass die nicht geförderten Unternehmen diese „Vorteile“ der INVEST-geförderten Unternehmen zumindest zum Teil über die Akquise anderer, nicht geförderter Beteiligungsinvestitionen kompensieren konnten – aber eben nur zum Teil. Es bleibt eine deutliche positive Differenz zu Gunsten der INVEST-Unternehmen, die diese – folgt man den Analysen des hier vorgenommenen Referenzgruppenvergleichs – nicht vollständig am privaten Wagniskapitalmarkt hätten ausgleichen können.

### **3.6 Implementierung und Ausgestaltung: Einige Verbesserungsmöglichkeiten**

Um die Antragstellung für die Investoren und Unternehmen noch weiter zu vereinfachen, können aus Sicht der Evaluatoren einige Verfahrensänderungen hilfreich sein. So kann die Kommunikation mit den Programmteilnehmern noch weiter vereinfacht werden: Die Möglichkeit Belegkopien digital beizubringen kann hierzu ein Beitrag sein. Hilfreich kann ebenfalls sein, die Informationsmaterialien noch allgemeinverständlicher zu formulieren und insbesondere die Förderausschlüsse in dem Programmflyer deutlicher darzustellen, gab es doch gerade in diesem Bereich einige Irritationen bei den Antragstellern, die vermeidbar sind.

Um den Prüfaufwand durch die BAFA zu reduzieren, kann ein Ersatz (bzw. eine Verringerung) der detaillierten juristischen Prüfung der Gesellschaftsverträge nützlich sein. Denkbar wären hier – wie an anderen Stellen des Antragsverfahrens – subventionserhebliche Bestätigungen der Vertragspartner hinsichtlich der Risikobeteiligung.

Auch an der inhaltlichen Ausgestaltung sind aus Sicht der Evaluatoren einige Weiterentwicklungen überlegenswert, da durch diese die Wirkungsbreite des Programms vergrößert würde. So können weitere Rechtsformen als Antragsberechtigte bei INVEST zugelassen werden, beispielsweise Business Angel UGs.

Auch die engen Vorgaben hinsichtlich des Geschäftszwecks von Business Angel Gesellschaften könnten gelockert werden. Ebenfalls zu überdenken ist der gegenwärtig gültige Ausschluss von Folgeinvestitionen bei INVEST. Da diese für die Entwicklung gerade innovativer junger Unternehmen durchaus zweckmäßig sein können, sollte eine diesbezügliche Anpassung geprüft werden.

### **3.7 Und nun?**

Wie die Analysen ergeben haben, kann INVEST im bisherigen Verlauf durchaus als erfolgreich bewertet werden. Bei Überlegungen zu Weiterentwicklungen und Konzeptveränderungen sollten sich die Akteure der Determinanten und konzeptionellen Ursachen der positiven Effekte bewusst sein, um diese nicht durch Veränderungen wirkungsloser zu machen.

INVEST verändert für die geförderten (bzw. die förderfähigen) Investoren die erwartete Rendite ihrer Investition (bzw. senkt den erwarteten Verlust). So werden Investitionen lohnender. Dies gilt für Beteiligungen an relativ jungen Unternehmen (bis zu 10 Jahren), für sie gibt es durch INVEST einen komparativen Vorteil im Vergleich zu Beteiligungen an etablierten Unternehmen. Dieser komparative Renditevorteil für Investitionen in junge Unternehmen würde abgeschwächt, wenn auch Beteiligungen an älteren Unternehmen als förderfähig angesehen würden. Ältere Unternehmen mit Firmenhistorie bewegen sich eher im Bereich berechenbarer Risiken und sind deshalb nicht in dem Maße vom Marktversagen tangiert wie die innovativen jungen Hightech-Unternehmen. Die Effekte einer Ausweitung auf ältere Unternehmen sollten deshalb kritisch geprüft werden.

INVEST aktiviert Wagniskapital von Privatinvestoren. Diese sind die „ersten Adressaten“, wenn es um Beteiligungskapital in den frühen Phasen des Unternehmenslebens geht. In vielen Fällen geht es um eher kleinere Investitionen, die nötig sind, um innovative Gründungsprojekte über die Marktschwelle zu heben. Für solche Investitionen entfaltet INVEST seine relativ größte Wirkung. Gerade die Verbesserung in diesem Bereich ist besonders wichtig. Veränderungen des Programms sollten nicht dazu führen, dass die Vorteile, die gegenwärtig von INVEST in diesem Segment junger innovativer Unternehmen gegenüber anderen Bereichen wirksam werden, negiert werden.

Ein wichtiges Merkmal von INVEST ist es, dass die Allokation der geförderten Investitionen auf die konkreten Unternehmen ganz den Anlagepräferenzen der geförderten Investoren überlassen bleibt. Die Analysen haben eindrucksvoll gezeigt, dass diese Auswahl den Zielen des Programms weitgehend entspricht. Hier kann durchaus mit Vertrauen darauf, dass eine solch effiziente Auswahl auch generell erfolgt, die bisherige relativ strenge Branchenrestriktion überdacht werden. Eine Ausweitung der potenziell förderfähigen Unternehmen auch auf andere Branchen verspricht wegen der zu erwartenden innovationsfördernden Wirkungen deutlich mehr Vor- als Nachteile.

Wirklich entfalten kann INVEST seine Wirkung natürlich nur dann, wenn es bekannter und häufiger genutzt wird. Diese Herausforderung sollte von Seiten der Programmadministratoren ernsthaft angenommen werden. Der gegenwärtige Bekanntheitsgrad lässt Aktivitäten nach dem Motto „klotzen statt kleckern“ durchaus als angemessen erscheinen.