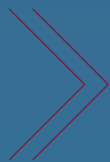


Machbarkeits- und Marktpotenzialstudie zur INVEST-ähnlichen Förderung von Investitionen von Privatpersonen in VC-Fonds

Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie

Kurzfassung



Erstellt von:



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, praxismgerechte 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 Fondsiniciatoren 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

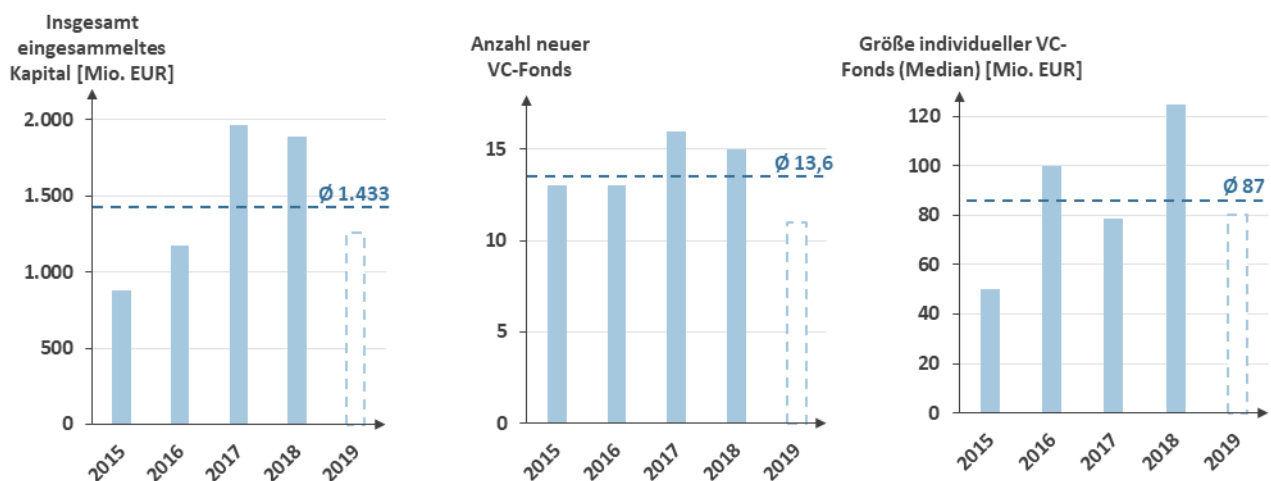
KURZFASSUNG

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 Förderprogramme 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. Um dem Markt weiteres Kapital zur Verfügung zu stellen, welches auch Unternehmen in der Wachstumsphase zufließt, ist eine **INVEST-ähnliche Passivinvestitionsförderung** angedacht. Hierbei sollen **Investitionen von Privatpersonen** in Unternehmen **über VC-Fonds** bezuschusst werden.

Eine etwaige Förderung muss sich dabei an die Charakteristika und Gegebenheiten des deutschen Wagniskapitalmarktes anpassen. Derzeit sind fast alle deutschen VC-Fonds sog. Spezial-AIF, die durch einen nach dem KAGB oder nach der EuVECA-VO registrierten Fondsmanager verwaltet werden. Eine Beteiligung an Spezial-AIF steht nur semi-professionellen und professionellen Anlegern offen. Damit beschränkt sich der Anlegerkreis der deutschen VC-Fonds weitgehend auf solche Anleger, die in der Lage sind, die rechtlich vorgeschriebenen Mindestzeichnungssummen von EUR 100.000 (EuVECA-VO) bzw. EUR 200.000 (KAGB) zu erbringen.

Das von deutschen VC-Fonds eingesammelte Kapital steigt seit 2015 nahezu kontinuierlich an und beträgt seit 2016 jährlich deutlich über EUR 1 Mrd. Die Zahl der neu aufgelegten VC-Fonds liegt jährlich bei 10 bis 20. Die mittlere Größe eines deutschen VC-Fonds beträgt etwa EUR 90 Mio.

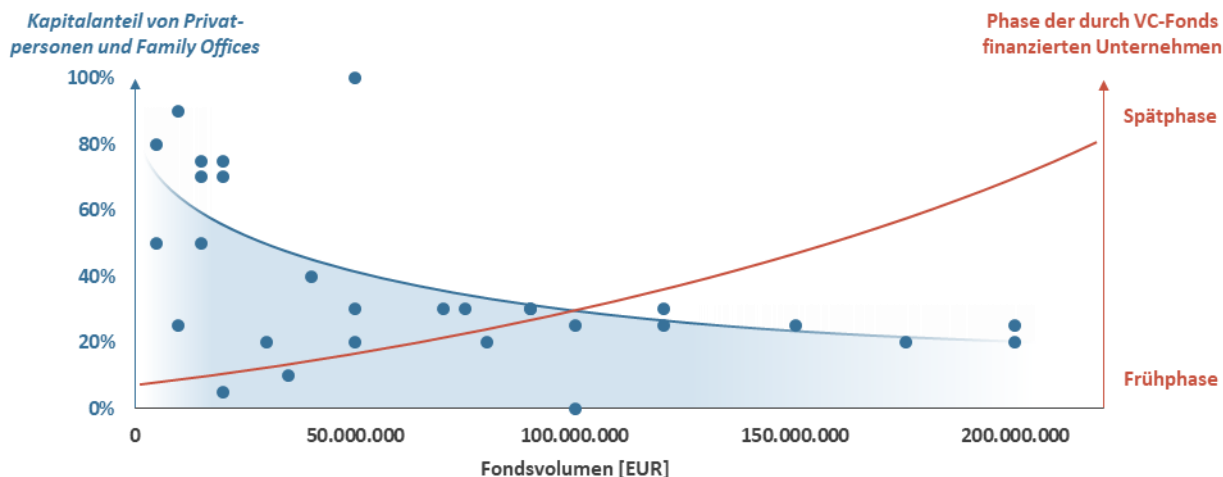
Abbildung 1: Charakterisierung des deutschen Wagniskapitalmarktes*



Der Anteil des durch Privatpersonen bereitgestellten Kapitals unterscheidet sich hierbei je nach Fondsgröße. Mit steigendem Fondsvolumen nimmt der Anteil des Kapitals ab, das durch Privatpersonen und Family Offices bereitgestellt wird, da die Mindestzeichnungssummen großer Fonds meist bei mehreren Millionen Euro liegen.

* Ausgenommen staatliche und Corporate-VCs, Stand: 09/2019

Abbildung 2: Bedeutung von Privatpersonen und Family Offices

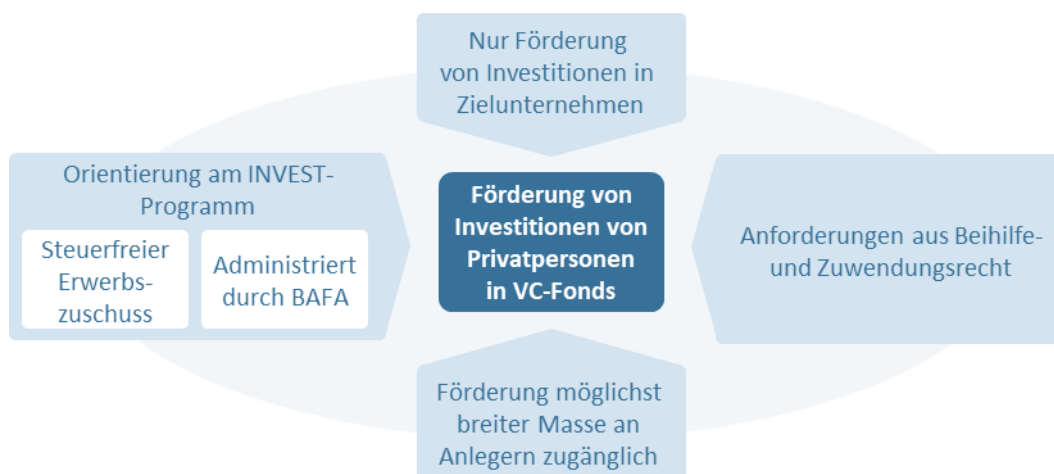


Die Anzahl deutscher Publikums-AIF, die auch Kleinanlegern zugänglich sind, ist verschwindend gering. Grund hierfür ist, dass Fondsmanager (Kapitalverwaltungsgesellschaften) in Deutschland für das Verwalten eines Publikums-AIF eine sog. Vollerlaubnis benötigen. Deren Erlangung ist zeitaufwändig und teuer. Des Weiteren gehen mit der Verwaltung eines Publikums-AIF eine Vielzahl gesetzlicher Verpflichtungen und eine umfangreiche Anlegerverwaltung einher.

Im Ausland finden sich teilweise VC-Fonds und ähnliche Strukturen, die auch Privatanlegern zugänglich sind. Für einen Teil dieser Fonds gibt es im europäischen Ausland bereits Förderungen, die Privatanlegern steuerliche Vorteile gewähren. Insbesondere sind Venture Capital Trusts (VCT) aus dem Vereinigten Königreich und französische Fonds Commun de Placement à Risque (FCPR) zu nennen. Beide Programme gewähren Anlegern eine prozentuale Einkommensteuermäßigung beim Erwerb von Anteilen an speziellen publikumszugänglichen VC-Fonds. Diese bestehenden Modelle im Ausland mobilisierten bereits signifikante Wagniskapitalsummen. Eine direkte Übertragung dieser Konzepte auf ein etwaiges am INVEST-Zuschuss orientiertes Fördermodell in Deutschland ist jedoch nicht möglich. Die im Ausland vorhandenen Fondsstrukturen sind oft eigens für die jeweiligen Förderprogramme und für den Publikumsanlegerkreis entwickelt worden.

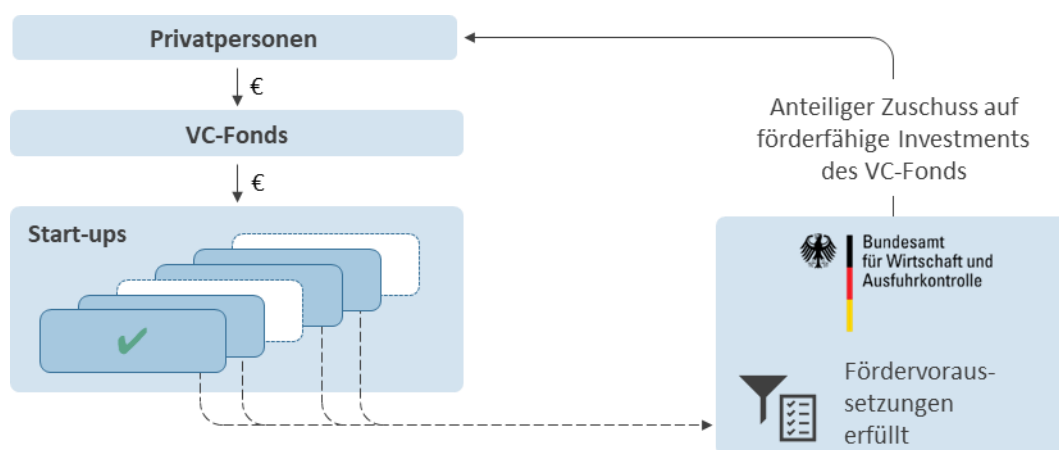
Bei Ausgestaltung einer INVEST-ähnlichen Förderung von Wagniskapitalinvestitionen über VC-Fonds müssen neben den wirtschaftlichen Zielen des Programms die aufsichtsrechtlichen, beihilferechtlichen und zuwendungsrechtlichen Rahmenbedingungen beachtet werden.

Abbildung 3: Rahmenbedingungen und Ziele einer INVEST-ähnlichen Förderung



Das eigentliche Förderziel der geplanten Maßnahme ist die Mobilisierung von privatem Wagniskapital und damit eine bessere Kapitalausstattung für junge innovative Unternehmen. Ziel ist nicht etwa eine Förderung der VC-Fonds oder ihrer Anleger als solche. Um dies sicherzustellen, muss die **Beteiligung am Zielunternehmen** als eigentlicher **Gegenstand der Förderung** festgesetzt werden und nicht bereits der Anteilserwerb am Fonds. Alternativ müsste eine Quote an die Fonds vorgegeben werden, die den Mindestanteil an förderfähigen Unternehmen vorgibt. Die Quote würde jedoch zu einer Einschränkung der Anlagestrategie des Fonds führen, was nicht gewünscht ist.

Abbildung 4: Angedachtes Schema einer INVEST-ähnlichen Förderung



Die geplante **Passinvestorenförderung** soll **auf dem bewährten Konzept des INVEST-Programms aufbauen**, neue Anleger mobilisieren und Investitionen in VC-Fonds in einer ähnlichen Größenordnung wie bei INVEST (ab 10.000 Euro) ermöglichen. Die Förderung soll einer breiten Anlegerschicht zugänglich sein, die über semi-professionelle und professionelle Anleger hinausgeht.

Die **administrative Abwicklung** der Förderung soll, wie bei INVEST, **durch das Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle (BAFA)** erfolgen. Die Kapazitäten und Zuständigkeiten des BAFA geben einen Rahmen vor, in dem sich eine potenzielle Passivinvestitionsförderung bewegen muss.

Anforderungen aus dem Beihilfe- und Zuwendungsrecht sind zu beachten. So müssen Mitgliedstaaten vor der Einführung einer Beihilfemaßnahme, wie sie das INVEST-ähnliche Förderprogramm ist, diese grundsätzlich bei der EU-Kommission notifizieren. Die Kommission prüft anschließend deren Vereinbarkeit mit dem Binnenmarkt. Die hier durchzuführende Anmeldung bei der Kommission sollte sich an den Leitlinien der EU-Kommission für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen (Risikokapitalleitlinien) orientieren. Da die Auszahlung des Zuschusses zugleich eine Bereitstellung von staatlichen Geldern im Sinne der Bundeshaushaltsordnung (BHO) ist, müssen auch die deutschen zuwendungsrechtlichen Vorgaben beachtet werden. Das erforderliche erhebliche Bundesinteresse ist in der Schließung der Finanzierungslücke im Wagniskapitalmarkt zu sehen.

Obwohl das Grundkonzept der umrissenen Förderung als eine sinnvolle Erweiterung des INVEST-Programms erscheint, ist die **Umsetzung des Konzeptes jedoch mit Problemen und Herausforderungen behaftet**. Hier sind unter anderem die folgenden Aspekte zu nennen:

- **Hohe Mindestbeteiligungssummen:** Das KAGB setzt für semi-professionelle Anleger die Untergrenze der Zeichnungssumme für Spezial-AIF bei EUR 200.000. Zusätzlich muss der Anleger bestätigen, dass er ausreichende Kenntnisse und Erfahrungen in der relevanten Anlageklasse hat und sich der Risiken bewusst ist. Die hohe Mindestbeteiligungssumme beschränkt den Kreis der Privatpersonen als potenzielle Empfänger des Zuschusses auf wohlhabende Anleger. Auch eine Bündelung von Kapital über sog. Investmentclubs ist nicht im großen Maße umsetzbar, weil solche Bündelungsvehikel selbst kein Kapital am Markt einsammeln dürfen.
- **Prüfung von Beteiligungsverträgen:** Um zu gewährleisten, dass die Beteiligungen allen Richtlinien des Förderprogramms entsprechen, soll analog zum INVEST-Programm eine Prüfung der Beteiligungsverträge durch das BAFA erfolgen. Die von VC-Fonds abgeschlossenen Beteiligungsverträge sind in der Regel deutlich komplexer als die von Business Angels genutzten und oft in englischer Sprache verfasst. Das BAFA würde jedoch nur deutschsprachige Beteiligungsverträge prüfen, so dass eine Übersetzung erforderlich wäre. Diese Übersetzungsleistung wollen die meisten VC-Fonds nicht erbringen und sind oft generell nicht bereit, die Beteiligungsverträge herauszugeben.
- **Modalitäten und Prozess der Auszahlung:** Bei der Passivinvestitionsförderung würde der Fonds als zwischengeschaltete Partei zwischen Anlegern und Start-ups agieren. Die Förderung kann somit an den Fonds ausgezahlt werden, der diese treuhänderisch verwaltet und an die Anleger weiterleitet. Jedoch stößt diese Option bei den VC-Fonds auf Ablehnung, da der zusätzliche Aufwand in der Fördermittelverwaltung als Hürde und zusätzliches Risiko gesehen wird. Dementsprechend stellt die Auszahlung der Förderung direkt an die Anleger die am Markt von VC-Fonds bevorzugte Möglichkeit dar. Dieses Modell kann jedoch insbesondere bei Publikumsfonds aufgrund der enormen Anzahl an Privatanlegern zu administrativen Engpässen beim BAFA führen.
- **Risiko möglicher Rückforderungen:** Die geplante Fördermaßnahme würde aus beihilferechtlichen Gründen eine Mindesthaltedauer der Anteile am Unternehmen voraussetzen, bei deren Unterschreitung der Zuschuss zurückgefordert werden müsste. Hier läge die Entscheidung über die Haltedauer aber beim VC-Fonds, nicht beim Anleger. Da VC-Fonds sich bei ihren Investitionsentscheidungen nicht an eine Mindesthaltedauer binden möchten, können Entscheidungen des Fonds dazu führen, dass Anleger die bereits ausgezahlten Förderungen zurückzahlen müssen.

Die deutschen VC-Fonds befürworten ausdrücklich die Bemühungen um die **Stärkung des Wagniskapitalmarktes** und wollen sich bei der **Gestaltung der etwaigen Förderung** einbringen. Die Resonanz auf die vorgeschlagene konkrete INVEST-ähnliche Förderung ist jedoch von großer Skepsis geprägt. Die **ablehnende Haltung** ist dabei primär auf den erwarteten **hohen zusätzlichen Aufwand** zurückzuführen, der aus Sicht der Fonds nur einem **geringen zusätzlichen Kapital** gegenüber steht, das durch die Förderung mobilisiert werden kann. Marktbefragungen mit Fondsmanagern zeigen, dass die folgenden Aspekte die Ursachen für die mehrheitliche Ablehnung der Förderung sind:

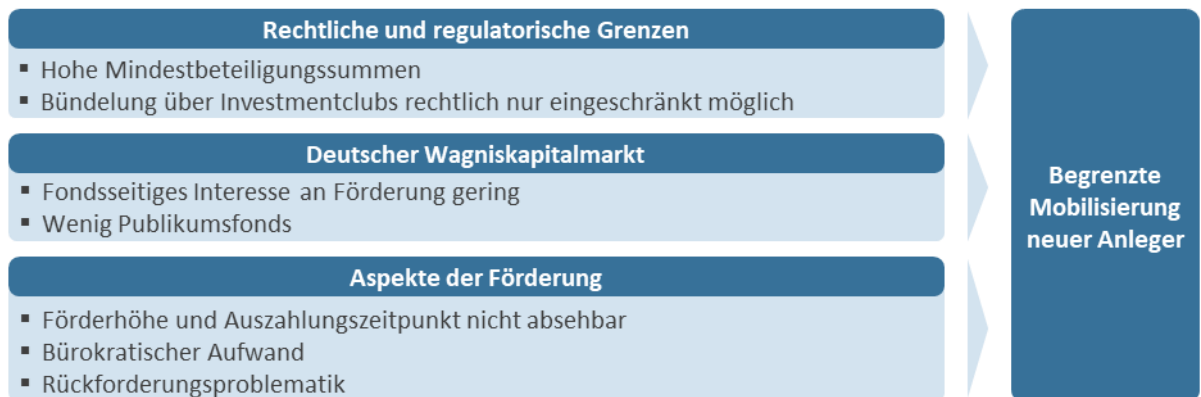
- **Zusätzlicher Aufwand und Konfliktpotential mit Privatpersonen im Fonds:** Während beispielsweise vernetzte VC-erfahrene Personen aufgrund ihrer Kontakte und ihres Branchen-Wissens einen inhaltlichen Mehrwert liefern können und oft willkommene Anleger sind, werden unerfahrene Privatpersonen als Anleger oft abgelehnt. Die durch die Förderung erhöhte Anzahl von Privatpersonen und der damit verbundene zusätzliche Betreuungsaufwand ist von Seiten der Fonds nicht gewünscht. Auch das Risiko, dass private Anleger Zahlungsverpflichtungen nicht oder nur verspätet nachkommen, ist im Vergleich zu institutionellen Anlegern meist höher. Daneben birgt die Förderung die Gefahr von Konflikten mit den Anlegern durch Rückforderungen oder Diskrepanzen zwischen erwarteter und realer Förderhöhe. Auch können im Gesamtinteresse aller Anleger getroffene nicht-förderfähige Investitionsentscheidungen für Unmut auf Seiten der Privatpersonen führen, die die Förderung nutzen wollen.
- **administrativer Zusatzaufwand durch die Förderung:** Der administrative Zusatzaufwand einhergehend mit Förderkonzept selbst sowie einer steigenden Anzahl von Privatpersonen im Fonds stößt auf Ablehnung auf Seiten der Fonds. Kosten, die durch neue administrative Prozesse anfallen, müssten dabei von allen Anlegern – auch denen, die die Förderung nicht nutzen – über die Managementgebühr getragen werden. Auch wird eine vom Fonds zu bezahlende Übersetzung der Beteiligungsverträge ausgeschlossen.
- **Mögliche Nachteile bei Interaktion mit Start-ups:** Aus Sicht der Fonds könnte sich eine Förderung negativ bei Verhandlungen mit Start-ups auswirken. So fürchten einige Fonds, dass sich die förderfähigen Start-ups des Umstandes bewusst sind, dass manche Anleger einen steuerfreien Erwerbzuschuss erhalten, und so die Förderung bei der Unternehmensbewertung miteinpreisen. Es könnten auch die von den Start-ups einzureichenden Dokumente als Hürde gesehen werden, sodass Kapital von Fonds außerhalb des Förderprogramms bevorzugt werden würde.

Das durch die Förderung weitere mobilisierte Kapital wird nicht als ausreichender Anreiz für die Fonds empfunden, um den zusätzlichen Aufwand auszugleichen. Die **Marktakzeptanz** der etwaigen Förderung **variiert** jedoch **mit dem Fondsvolumen**. 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 grundsätzlich offener, jedoch immer noch kritisch gegenüberstehen.

Ziel der geplanten Fördermaßnahme ist es insbesondere, Kapital von bisher VC-unerfahrenen Anlegern zu mobilisieren. Zusätzlich ist wünschenswert, dass bestehende Anleger motiviert werden, mehr Kapital zu investieren. Aufgrund der geringen Anzahl an VC-Fonds, die die Förderung nutzen würden, ist jedoch zu erwarten, dass die **Mobilisierungswirkung** der Förderung nur **mäßig ausfällt**. Dies ist auch auf das erwartete Verhalten der potenziellen Förderempfänger zurückzuführen:

- **Begrenzte Mobilisierungswirkung in neuen Anlegerkreisen:**

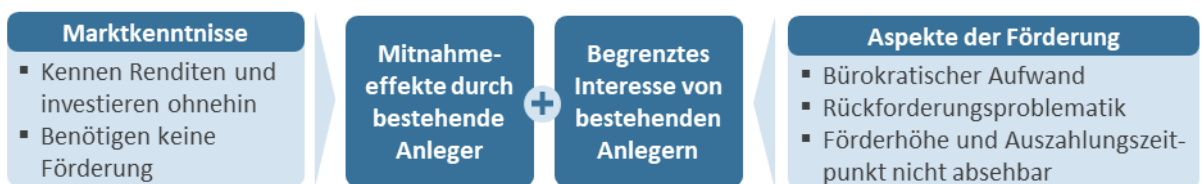
Abbildung 5: Ursachen für begrenzte Mobilisierung neuer Anleger



Hohe Mindestbeteiligungssummen zählen zu den Hauptursachen, aufgrund derer eine Passivinvestitionsförderung nur wenige neue Anleger erreichen kann. Infolge der verschwindend geringen Anzahl von Publikums-AIF stehen Kleinanlegern darüber fast keine potenziell förderfähigen Fonds zur Verfügung. Da nur Beteiligungen an förderfähigen Unternehmen gefördert werden, sind die Höhe und der Auszahlungszeitpunkt der Förderung vorab unbekannt, was die Attraktivität der Förderung mindert. Auch werden Rückforderungen und der hohe administrative Aufwand als Kritikpunkte aufgefasst.

- **Mitnahmeeffekte und begrenztes Interesse bei VC-erfahrenen Anlegern:**

Abbildung 6: Gründe für Mitnahmeeffekte und begrenztes Interesse bei VC-erfahrenen Anlegern



Ein Teil der wohlhabenden Privatpersonen und Family Offices investiert bereits in VC-Fonds, und zwar in dem Umfang, wie es aus Anlegersicht unter Chancen- und Risikoaspekten für ihre Vermögensallokation sinnvoll ist. Diese Allokation wird sich durch die vorgesehene Förderung voraussichtlich nicht nennenswert ändern. Von dieser Anlegergruppe sind somit primär Mitnahmeeffekte zu erwarten, sofern die Passivinvestitionsförderung genutzt wird. Jedoch weisen sogar einige Marktstimmen darauf hin, dass nur ein Teil der aktuellen Anleger eine Förderung nutzen würde. Insbesondere wenn jede Unternehmensbeteiligung des Fonds mit einer aktiven Handlung auf Seiten der Anleger verbunden wäre, könnten die Anleger vom administrativen Aufwand abgeschreckt werden. Auch schmälern mögliche Rückforderungen und die Ungewissheit der Förderhöhe und des Auszahlungszeitpunktes die Attraktivität des angedachten Programms.

Zusammenfassend weist eine Vielzahl von Indikatoren darauf hin, dass die Förderung in der angedachten Ausprägung nicht den erhofften Erfolg erzielen kann. Die Ursachen hierfür sind teilweise auf die gesetzlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen und Prämissen einer INVEST-ähnlichen Förderung zurückzuführen, teilweise aber auch auf Marktgegebenheiten und Neigungen der Marktteilnehmer. Der mögliche **Erfolg einer INVEST-ähnlichen Förderung** in der angedachten Ausgestaltung muss damit **als fraglich beurteilt** werden.

Für eine signifikante Mobilisierungswirkung müssten Randbedingungen angepasst und Strukturen geschaffen werden, die über die aktuellen rechtlichen und regulatorischen Möglichkeiten hinaus gehen würden und somit als Teil einer Fördermaßnahme nicht direkt umsetzbar wären. Neben der Möglichkeit der **Prüfung von Beteiligungsverträgen in englischer Sprache** beim BAFA 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 auch 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** vonnöten. Nur durch die pauschale Förderung der Fondsbeteiligung und minimalen Aufwand für die Fonds erscheint eine größere Akzeptanz auf Seiten von Anlegern und Fonds erreichbar. Dabei würden jedoch weiterhin zuwendungsrechtliche und beihilferechtliche Einschränkungen eine große Herausforderung darstellen.

Auch abgesehen von einem INVEST-ähnlichen Fördermodell könnten zahlreiche alternative 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 Deutschland als VC-Standort attraktiver zu machen und mehr Wagniskapital zu mobilisieren.

