

## Schriftenreihe

### Band 12 (b)

## Start-up Finanzierung in Deutschland unter besonderer Berücksichtigung des Entwurfs zur Reform der Investmentbesteuerung

von

Christoph Mann

Herausgegeben von Henrik Schütt

#### Abstract der Arbeit

In der Arbeit wird die Finanzierungssituation für deutsche Start-ups betrachtet und einem internationalen Vergleich unterzogen. Darüber hinaus wird der Reformentwurf der Bundesregierung vom Juli 2015 zur Änderung der Investmentbesteuerung hinsichtlich seiner zu erwartenden Auswirkungen auf die Situation der Start-up Finanzierungen in Deutschland vorgestellt und kritisch diskutiert. Dabei werden auch europarechtlich konforme Alternativen der steuerrechtlichen Behandlung von Start-up Finanzierungen am Beispiel Großbritanniens aufgezeigt.

Dass die dargestellten Kritikpunkte substantiellen Charakter haben zeigt sich nunmehr darin, dass das Finanzministerium kurz vor der Publikation dieser Arbeit und als Folge der öffentlichen Diskussion entsprechende Änderungen im Reformentwurf angekündigt hat.

#### Zitation:

Mann, Christoph (2015):

Start-up Finanzierung in Deutschland unter besonderer Berücksichtigung  
des Entwurfs zur Reform der Investmentbesteuerung

In: Deutsches Institut für Bankwirtschaft – Schriftenreihe, Band 12 (b) (12/2015)

ISSN 1869-635X erhältlich unter:

<http://www.deutsches-institut-bankwirtschaft.de/schriftenreihe/>

**Inhaltsverzeichnis**

<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>IV</b>
<b>Abbildungsverzeichnis.....</b>	<b>VI</b>
<b>1 Einleitung.....</b>	<b>1</b>
<b>2 Begriffliche Grundlagen .....</b>	<b>3</b>
2.1 Start-up.....	3
2.2 Venture Capital .....	4
2.3 Business Angels .....	6
<b>3 Finanzierung von Start-Ups .....</b>	<b>8</b>
3.1 Finanzierungsphasen eines Start-Ups.....	8
3.1.1 Early-Stage .....	10
3.1.1.1 (Pre-) Seed-Phase .....	10
3.1.1.2 Start-up-Phase .....	11
3.1.2 Expansions-Stage.....	11
3.1.3 Later-Stage.....	14
3.1.3.1 Bridge-Phase .....	14
3.1.3.2 Exit .....	15
3.2 Finanzierungsquellen eines Start-Ups.....	15
3.2.1 Innenfinanzierung .....	16
3.2.2 Außenfinanzierung.....	18
3.2.2.1 Business Angels .....	20
3.2.2.2 Inkubatoren / Accelerators .....	21
3.2.2.3 Venture Capital Gesellschaften .....	23
3.2.2.4 Weitere Finanzierungsquellen.....	25
3.3 Aktuelle Finanzierungssituation.....	26
<b>4 Rechtliche Grundlagen der Investmentbesteuerung und Auswirkungen der Reform</b>	<b>32</b>
4.1 Status quo.....	32
4.1.1 In Deutschland .....	33
4.1.2 In Großbritannien.....	35
4.2 Reformentwurf der Investmentbesteuerung vom 22. Juli 2015 .....	37
4.3 Kritische Würdigung des Reformentwurfes.....	41
<b>5 Empfehlung zur Verbesserung der Rahmenbedingungen von Venture Capital.....</b>	<b>47</b>
<b>6 Fazit.....</b>	<b>48</b>

### III

<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>51</b>
<b>Internetverzeichnis.....</b>	<b>57</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>62</b>

**Abkürzungsverzeichnis**

AG	Aktiengesellschaft
AIM	Alternative Investment Market
BA	Business Angel
BAFA	Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle
BEP	Break-Even-Point
BES	Business Expansions Scheme
Bio. / Med.-Tech	Biologie / Medizin-Technologien
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BMBF	Bundesministerium für Bildung und Forschung
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMWI	Bundesministerium für Wirtschaft und Energie
CDU	Christlich Demokratische Union Deutschlands
CEO	Chief Executive Officer
CSU	Christlich-Soziale Union in Bayern
CVC	Corporate Venture Capital
DSM	Deutscher Start-up Monitor
EIS	Enterprise Investment Scheme
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	europäische Gemeinschaftswährung Euro
EStG	Einkommenssteuergesetz idF v 08.10.2009 (BGBl. I S. 3366, 3862) zuletzt durch Artikel 1, 2 u. 3 des Gesetzes vom 02.11.2015 (BGBl. I S. 1834) geändert.
e. V.	eingetragener Verein
FA	Finance Act 2012, idF v. 12.04.2012, <a href="http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2012/14/schedule/6/enacted">http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2012/14/schedule/6/enacted</a> .
Fintech	Finanztechnologien
F&E	Forschung- und Entwicklung
GBP	Great Britain Pound (Britische Währung Pfund Sterling)

GewStG	Gewerbesteuerergesetz idF v 15.10.2002 (BGBI. I S. 4167) zuletzt durch Artikel 5 des Gesetzes vom 02.11.2015 (BGBI. I S. 1834) geändert.
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch, idF v. 31.08.2015, BGBI. III, FNA 4100-1.
HTGF	High-Tech Gründerfonds
IBB	Investitionsbank Berlin
IPO	Initial Public Offering
ITA	Income Tax Act 2007, idF v 20.03.2007, <a href="http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2007/3/pdfs/ukpga_20070003_en.pdf">http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2007/3/pdfs/ukpga_20070003_en.pdf</a> .
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KStG	Körperschaftssteuergesetz, idF v 15.10.2002 (BGBI. I S. 4144), zuletzt durch Artikel 4 des Gesetzes vom 02.11.2015 (BGBI. I S. 1834) geändert.
LBO	Leverage-Buy-Out
MBI	Management-Buy-In
MBO	Management-Buy-Out
PE	Private Equity
PPP	Public-Private-Partnership
PR	Public Relation
UG	Unternehmensgesellschaft
UKBAA	United Kingdom Business Angel Association
USA	United States of America
USD	United States Dollar
SEIS	Seed Enterprise Investment Scheme
Solz	Solidaritätszuschlaggesetz 1995, idF v 15.10.2002 (BGBI. I S. 4130), zuletzt durch Artikel 4 des Gesetzes vom 16.07.2015 (BGBI. I S. 1202) geändert.
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
VC	Venture Capital

**Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Finanzierungsphasen bei einer Unternehmensgründung .....	9
Abbildung 2: Ablauf der Emerging-Growth-Phase .....	12
Abbildung 3: Idealtypische Finanzierungsquellen in den unterschiedlichen Entwicklungsphasen .....	16
Abbildung 4: Differenzierung von Finanzierungsquellen eines Start-ups.....	17
Abbildung 5: Venture Capital Investitionen im Verhältnis zum BIP des Landes im Jahr 2014 .....	28
Abbildung 6: Venture Capital Investitionen in Europa im Zeitraum 2013 bis 1. Halbjahr 2015 (Angaben in Mio. EUR) .....	29
Abbildung 7: Europäischer Städtevergleich bei Venture Capital Volumen und Anzahl der Investitionsrunden für das 1. Halbjahr 2015 .....	31
Abbildung 8: Aktuelle Rechtsprechung für die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen aus Streubesitzbeteiligungen .....	34
Abbildung 9: Geplante Besteuerung von Veräußerungsgewinne aus Streubesitzbeteiligungen auf Grundlage des Diskussionsentwurfes des BMF vom 22. Juli 2015 .....	38
Abbildung 10: Abgrenzungsmerkmale zwischen Private Equity und Venture Capital .....	62

## 1 Einleitung

Seit dem Jahr 2000 sind 52 % der Fortune 500 Unternehmen<sup>1</sup> entweder Konkurs gegangen, wurden aufgekauft oder gingen insolvent. Die Digitalisierung erfasst jede Branche und hinterfragt die Existenz etablierter Unternehmen.<sup>2</sup> Erfolgsgeschichten wie die des Fahrdienstes Uber oder der Zimmervermittlung Airbnb verdeutlichen die These der disruptiven Digitalisierung.<sup>3</sup> Beanspruchten früher Energie- oder Industrieriesen wie Exxon Mobil oder General Electric die Spitzenränge der wertvollsten börsennotierten Unternehmen für sich, sind es heute Technologiekonzerne wie Apple oder Google.<sup>4</sup>

Während in Deutschland über Jahrzehnte die Innovationskraft und Weiterentwicklung der Wirtschaft sehr erfolgreich durch bestehende Unternehmen vorangetrieben wurde, waren die Innovationstreiber in den USA in der Regel junge Wachstumsunternehmen. Dies führte dazu, dass gemessen an der Marktkapitalisierung die größten Unternehmen der USA nicht älter als 20 Jahre sind. Tatsächlich sind diese Unternehmen so groß geworden, dass die fünf Venture Capital finanzierten Unternehmen Amazon, Facebook, Google, Apple und Microsoft zusammen eine größere Marktkapitalisierung haben, als alle 30 DAX-Konzerne gemeinsam.<sup>5</sup> Angespornt von dem unglaublichen Erfolg der US-amerikanischen Tech-Unternehmen, versuchten andere Länder ebenfalls Voraussetzungen zu schaffen, um diesen Erfolg nachzuahmen. Dabei wurden verschiedene Wege beschritten. Während Nationen wie Frankreich oder Südkorea ganze Technologiestädte gründeten, legten andere Länder staatliche Venture Capital-Fonds auf, um die jungen, innovativen Unternehmen zu unterstützen. Gleichermäßen wurde der gesetzliche Rahmen in vielen Nationen den Bedürfnissen von Venture Capital angepasst.

Auch in Deutschland wurde einiges unternommen, um ein Ökosystem für innovative Unternehmen zu schaffen.<sup>6</sup> Doch die geschaffenen Rahmenbedingungen werden oftmals als nicht ausreichend und gegenüber der internationalen Konkurrenz als nicht wettbewerbsfähig bezeichnet. Die Beschaffung von Kapital sei zu aufwendig und die Höhe der abgeschlossenen

---

<sup>1</sup> Definition: Die 500 umsatzstärksten Unternehmen der Welt. (Vgl. Fortune Magazine (Hrsg.) (2015), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>2</sup> Vgl. Bonnet, Didier / Buvat, Jerome (2015), S. 6.

<sup>3</sup> Vgl. Hodgkinson, Tom (2015), 2. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>4</sup> Vgl. Sorge, Nils-Viktor (2015), 1. Abschnitt f. im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>5</sup> Vgl. Bundesregierung der 18. Legislaturperiode (Hrsg.) (2015), S. 1.

<sup>6</sup> Vgl. Röhl, Klaus-Heiner (2014), S. 3 f.

Finanzierung sei zu gering, um auch in Deutschland Unternehmen der Größe Google oder Facebook zu schaffen.<sup>7</sup> Mit dem am 22. Juli 2015 veröffentlichten Diskussionsentwurf des Bundesfinanzministeriums zur Reform der Investmentbesteuerung, der auch eine Reform der Besteuerung auf die Veräußerung von Streubesitzbeteiligungen enthält, wurde die Diskussion um die Rahmenbedingungen für Venture Capital in Deutschland nochmals verstärkt.<sup>8</sup> Das Gesetz könnte zu einer deutlichen Verschlechterung der Finanzierungssituation deutscher Start-ups führen und die sowieso schon im Vergleich zur internationalen Konkurrenz schlechteren Rahmenbedingungen damit weiter verschlechtern.<sup>9</sup>

Im Rahmen dieser Untersuchung soll die Frage geklärt werden, ob die aktuelle Finanzierungssituation für deutsche Start-ups tatsächlich einem internationalen Vergleich nicht standhalten würde. Insbesondere soll dabei die angestrebte Reform der Besteuerung auf Veräußerungsgewinne betrachtet werden. Würde die geplante Reform tatsächlich zu einer Verschlechterung der derzeitigen Finanzierungssituation führen<sup>10</sup> oder sind die geäußerten Ängste der Gegner dieses Diskussionsentwurfes unbegründete?

Dafür werden zunächst die für diese Thematik wichtigen Begrifflichkeiten definiert. Im Anschluss folgt eine Betrachtung der Grundlagen der Finanzierung von Start-ups. Dabei wird zunächst auf die unterschiedlichen Finanzierungsphasen eingegangen. In der Folge werden die unterschiedlichen Finanzierungsquellen dargestellt. Abschließend wird im Rahmen der Finanzierung von Start-ups auf die aktuelle Finanzierungssituation eingegangen. Dabei erfolgt eine Gegenüberstellung der Finanzungsverhältnisse in Deutschland zu anderen Industrienationen in Europa und in den USA.

Um die Auswirkungen der gesetzlichen Neuregelung nachzuvollziehen, wird zunächst auf die aktuelle Rechtsprechung in Deutschland eingegangen. Im Anschluss werden die Grundlagen der britischen Rechtsprechung vorgestellt, da sich diese erheblich von der deutschen Rechtsprechung unterscheidet und dadurch die Grundlage für einen Gegenentwurf darstellen kann. Nachdem die aktuelle Rechtsprechung beleuchtet wurde, erfolgt eine genaue Betrachtung des Abschnitts des Diskussionsentwurfes, welcher die Start-up-Szene betreffen würde. Nachfolgend wird dieser kritisch gewürdigt und es werden Empfehlungen zur Verbesserung der Finanzierungssituation in Deutschland aufgestellt.

---

<sup>7</sup> Vgl. Bundesregierung der 18. Legislaturperiode (Hrsg.) (2015), S. 1.

<sup>8</sup> Vgl. Nöll, Florian / Szarowicz, Tobias (2015), S. 1.

<sup>9</sup> Vgl. Dümmichen, Tim / Kawka, Lukas (2015), S. 6 (siehe Internetverzeichnis).

<sup>10</sup> Vgl. Kirchhof, Roland (2015), 6. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).



## 2 Begriffliche Grundlagen

### 2.1 Start-up

Was genau ist eigentlich ein Start-up? In der deutschen Tagespresse wird der Begriff „Start-up“ oftmals mit dem Begriff „Gründung“ in einem Atemzug genannt.<sup>11</sup> Eine solch weitgefaste Definition wird dem Begriff „Start-up“ jedoch nicht ausreichend gerecht. So versteht die KfW-Bankengruppe unter Gründern Personen, „die innerhalb von 12 Monaten vor dem Befragungszeitraum eine gewerbliche oder freiberufliche selbstständige Tätigkeit begonnen haben“.<sup>12</sup> Neben einer Neugründung werden damit unter „Gründungen“ auch Betriebsübernahmen, Ausgründungen aus bestehenden Unternehmen oder die Aufnahme einer Geschäftstätigkeit in einem freien Beruf erfasst.<sup>13</sup> Eine ähnliche Definition für den Begriff „Gründung“ nutzt auch das Statistische Bundesamt. Dieses fasst unter diesem Begriff die Gründungen eines neuen Unternehmens (originäre Gründung), die Übernahme oder Pacht eines bestehenden Unternehmens (derivative Gründung) oder die Ausgründung aus einem bestehenden Unternehmen (Spin-off) zusammen.<sup>14</sup>

Bis heute hat sich in der Entrepreneurship-Forschung keine einheitliche Definition für den Begriff „Start-up“ durchgesetzt.<sup>15</sup> Trotz zum Teil deutlicher Unterschiede heben eine Vielzahl von Definitionen das Merkmal eines „jungen, neu gegründeten Unternehmens“<sup>16</sup> hervor. Demnach wäre der Begriff des Start-ups auf originäre Gründungen einzugrenzen.<sup>17</sup> Trotz dieser deutlichen Eingrenzung würde eine neu eröffnete Imbiss-Bude folglich ebenfalls als Start-up bezeichnet werden. Es wird deutlich, dass auch die Eingrenzung des Start-up-Begriffes auf originäre Gründungen nicht ausreicht, um den Begriff lückenlos zu definieren.

Der Bundesverband Deutsche Start-ups e. V. fasst den Start-up-Begriff in Anlehnung an den angelsächsischen Entrepreneurship-Professor Steve Blank und den Unternehmer Bob Dorf in seinem jährlich erscheinenden Start-up-Monitor schon deutlich enger. So definiert der Verband ein Start-up als ein neu gegründetes Unternehmen, welches nicht älter als zehn Jahre ist und aufgrund einer innovativen Geschäftsidee, beispielsweise durch den Einsatz neuer Technologien bei der Entwicklung neuer Produkte bzw. durch die Ausarbeitung neuer, skalierba-

---

<sup>11</sup> Vgl. Buchenau, Martin (2015), S. 25.

<sup>12</sup> Hagen, Tobias / u. a. (2012), S. 5.

<sup>13</sup> Vgl. ebenda, S. 5.

<sup>14</sup> Vgl. Hansch, Esther (2006), S. 496.

<sup>15</sup> Vgl. Korte, Adrian (2014), 2. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>16</sup> Gaida, Klemens (2011), S. 16.

<sup>17</sup> Vgl. Wittenberg, Verena (2006), S. 16 f.

rer Geschäftsmodelle oder neuer Dienstleistungsangeboten, über ein entsprechend hohes Umsatz- und/ oder Mitarbeiterwachstum verfügt (bzw. dies anstrebt).<sup>18</sup>

Durch diese enge Fassung des Start-up Begriffes, welche den innovativen Charakter der Unternehmung hervorhebt erfolgt eine deutliche Abgrenzung zum Gründungs-Begriff, wie ihn die KfW-Bankengruppe oder das Statistische Bundesamt verwenden. Somit würde der Begriff Start-up beispielsweise auf ein neu gegründetes Unternehmen aus dem Bereich der Finanztechnologie (Fintech) durchaus zutreffen. Während hingegen die neu gegründete Imbiss-Bude zwar im Sinne der KfW und des Statistischen Bundesamtes als Neugründung verstanden würde, jedoch gemäß dieser Definition nicht als Start-up gilt.<sup>19</sup>

Hervorzuheben ist, dass Start-ups oftmals ausschließlich mit Unternehmen bzw. Unternehmensgründungen im Cluster „Digital-Tech“ verbunden wird. Gründungen, deren Geschäftsideen auf den „neuen Medien“ fußen, decken jedoch nur einen Teil der innovativen Unternehmensgründungen ab, die durch den Begriff Start-up erfasst werden.<sup>20</sup> Neben den im Zuge der Hightech-Strategie 2020 vom Bundesministerium für Bildung und Forschung (BMBF) ausgemachten fünf Innovationsclustern,<sup>21</sup> kann ein Start-up gemäß der Definition des Bundesverbandes Deutsche Start-ups e. V. auch in den Branchen Biologie- oder Medizintechnik (Bio./Med.-Tech), Urban Tech sowie in den Bereichen der Old Economy angesiedelt sein.<sup>22</sup>

## 2.2 Venture Capital

Das Prinzip des Venture Capital existiert bereits seit vielen Jahrhunderten. So konnte Christoph Kolumbus Amerika nur entdecken, weil ihm die Königin von Kastilien Mittel für seine Schiffe zur Verfügung stellte. Auch in der Folgezeit schlossen sich immer wieder Investoren zusammen und versorgten neugegründete Unternehmen durch sogenannte „Small Business Investment Corporations“ mit Kapital. Infolgedessen wurden einige Erfolgsgeschichten durch dieses Prinzip geschrieben. Unter anderem ging der Technologiekonzern Apple Inc. aus einer VC-Finanzierung hervor,<sup>23</sup> der im Sommer 2015 (Stichtag: 03.06.2015) mit einem Marktwert von 748 Milliarden US-Dollar das wertvollste Unternehmen der Welt war.<sup>24</sup>

<sup>18</sup> Vgl. Ripsas, Sven/ Tröger, Steffen (2014), S. 11.

<sup>19</sup> Vgl. Jacobsen, Liv Kirsten (2006), S. 30 f.

<sup>20</sup> Vgl. Ripsas, Sven/ Tröger, Steffen (2014), S. 11.

<sup>21</sup> Vgl. Bundesministerium für Bildung und Forschung (Hrsg.) (2010), S. 5.

<sup>22</sup> Vgl. Ripsas, Sven/ Tröger, Steffen (2014), S. 11.

<sup>23</sup> Vgl. Brettel, Malte / u. a. (2005), S. 79.

<sup>24</sup> Vgl. Sorge, Nils-Viktor (2015), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

Wie das wertvollste Unternehmen stammt auch der Begriff „Venture Capital“ aus dem englischsprachigen Raum<sup>25</sup> und wird im deutschen Sprachgebrauch mit den Begriffen Risiko- oder Wagniskapital gleichgesetzt.<sup>26</sup> Grundsätzlich bezeichnet Venture Capital eine Form der außerbörslichen Eigenkapitalbeteiligung.<sup>27</sup> Dabei stellt ein Investor, der sogenannte VC-Geber oder Venture Capitalist,<sup>28</sup> einem oftmals jungen und wachstumsträchtigen Unternehmen Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Mittel in Form von direkten oder stillen Beteiligungen bzw. Darlehen zur Verfügung.<sup>29</sup> Die Kapitaleinlage ist mit dem Erhalt von Geschäftsanteilen sowie Kontroll-, Informations- und Mitentscheidungsrechten verbunden. Somit wird der VC-Geber Mitgesellschafter und wird damit zukünftig direkt am unternehmerischen Erfolg beteiligt.<sup>30</sup>

Darüber hinaus ist die Finanzierung durch Venture Capital oftmals mit der Bereitstellung von Managementexpertise und fundierten Branchenkenntnissen für das Unternehmen verbunden.<sup>31</sup> Gegenüber einer klassischen Bankenfinanzierung unterscheidet sich die VC-Finanzierung vor allem dadurch, dass der VC-Geber auf die Stellung von Sicherheiten verzichtet. Auch ist das Unternehmen bzw. das Gründerteam nicht zur Rückzahlung oder zur Verzinsung des Investments verpflichtet. Stattdessen hofft der Investor auf einen expansiven Zuwachs des Unternehmenswertes, um diesen dann nach einem Zeitraum zwischen fünf und acht Jahren mit einer überdurchschnittlichen Rendite zu veräußern.<sup>32</sup>

Grundsätzlich wird bei Venture Capital zwischen der Bereitstellung durch den formellen und informellen Markt unterschieden. Dabei bezeichnet der informelle Markt eine Beteiligungsfinanzierung durch Privatpersonen<sup>33</sup> und der formelle Markt die Bereitstellung von Beteiligungskapital durch eine gewerbliche Institution.<sup>34</sup> Eine genauere Differenzierung der beiden Begriffe erfolgt im Kapitel 2.3.

---

<sup>25</sup> Vgl. Röhl, Klaus-Heiner (2014), S. 4.

<sup>26</sup> Vgl. Boersch, Cornelius (1998), S. 114 f.

<sup>27</sup> Vgl. Lessat, Vera / u. a. (1999), S. 94.

<sup>28</sup> Vgl. Vertical Media GmbH (Hrsg.) (o. J. c), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>29</sup> Vgl. Vogelsang, Eva / u. a., (2015), S. 94.

<sup>30</sup> Vgl. Börner, Christoph/ Grichnik, Dietmar (2005), S. 90.

<sup>31</sup> Vgl. Albach, Horst / u. a. (1986), S. 166 f.

<sup>32</sup> Vgl. Weitnauer, Wolfgang (2011), S. 4.

<sup>33</sup> Vgl. Kollmann, Tobias (2012a), S. 36.

<sup>34</sup> Vgl. Brettel, Malte / u. a. (2000), S. 66.

Neben der Differenzierung von informellem und formellem Venture Capital, ist dieser Begriff grundsätzlich vom Terminus „Private Equity“ abzugrenzen. Beide Begriffe implizieren prinzipiell eine außerbörsliche Eigenkapitalbeteiligung,<sup>35</sup> die sich jedoch in der Praxis immer wieder überschneiden, weshalb beide Begrifflichkeiten in der Öffentlichkeit gleich gesetzt werden.<sup>36</sup>

In den USA und Europa hat sich die Ansicht durchgesetzt, dass Venture Capital als eine Teilmenge von Private Equity angesehen wird.<sup>37</sup> Victor W. Hwang, CEO der Venture Capital Gesellschaft T2 Venture Creation, definiert den Unterschied zwischen Venture Capital und Private Equity in seiner Kolumne des Forbes Magazins folgendermaßen:

*„Private equity is usually about taking an existing company with existing products and existing cash flows, then restructuring that company to optimize its financial performance. [...] The venture capital process is usually much messier. Often, you start with a ragtag guerilla of outfits, with no obvious path forward. [...] So, while PE usually starts with existing but under-optimized companies, VC often starts with crazy people.“<sup>38</sup>*

Während Venture Capital damit eher als eine Finanzierungsform für junge Unternehmen verstanden werden kann, umfasst der Begriff Private Equity eher eine außerbörsliche Eigenkapitalbeteiligung an einem etablierten Unternehmen. Eine Darstellung weiterer Abgrenzungsmerkmale, die für diese Arbeit jedoch von nachrangiger Bedeutung sind, befindet sich im Anhang dieser Arbeit (siehe: Abgrenzungsmerkmale zwischen Private Equity und Venture Capital).

### 2.3 Business Angels

Business Angels sind vermögende Privatpersonen, die ihr privates Kapital direkt und ohne Hilfe eines Intermediäres in junge, innovative Unternehmen investieren. Im Gegenzug erhalten sie für ihr Investment Unternehmensanteile.<sup>39</sup> Es handelt sich also bei der Finanzierung durch einen Business Angel um ein dem informellen Markt zuzuordnendes VC-Investment.<sup>40</sup>

Genau wie das formelle Venture Capital, kann das Prinzip des Business Angels auf eine durchaus lange Tradition zurückblicken. So begann Henry Ford im Jahre 1903 die Herstellung von Automobilen mit dem Kapital von fünf informellen Beteiligungskapitalgebern.<sup>41</sup>

<sup>35</sup> Vgl. Vogelsang, Eva / u. a. (2015), S. 93 f.

<sup>36</sup> Vgl. Hwang, Victor (2012), S. 2 f. (siehe Internetverzeichnis).

<sup>37</sup> Vgl. WEKA Media GmbH & Co. KG (o. J. a), 4. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>38</sup> Hwang, Victor (2012), S. 4 f. (siehe Internetverzeichnis).

<sup>39</sup> Vgl. WEKA Media GmbH & Co. KG (o. J. b), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>40</sup> Vgl. Kollmann, Tobias (2012), S. 36.

<sup>41</sup> Vgl. Gaston, Robert (1989), S. 2.

Auch in Deutschland waren Business Angels die treibende Kraft bei vielen Unternehmensgründungen. So gehörten beispielsweise Werner von Siemens und der Kölner Industrielle Eugen Langen zu den ersten Finanziers der Brüder Mannesmann.<sup>42</sup>

Neben der reinen finanziellen Unterstützung wird das Investment eines Business Angels durch einen weiteren Wesenszug charakterisiert. So bringt er sich aktiv ins Unternehmen mit ein und steht den Gründern in beratender Funktion zur Seite. Ein Business Angel versteht sich grundsätzlich als aktiver Privatinvestor und ist demnach deutlich von einem passiv agierenden privaten Finanzinvestor abzugrenzen.<sup>43</sup>

Gleichzeitig kann er zum einen durch seine unternehmerische Erfahrung auf ein allgemeines kaufmännisches Verständnis zurückgreifen. Zum anderen bringt er durch seine bisherige Tätigkeit ein spezielles Branchen-Know-how mit, welches für das Gründerteam von besonderer Bedeutung sein kann.<sup>44</sup> Darüber hinaus haben Business Angels im Verlauf ihrer eigenen Karriere ein professionelles Netzwerk zu Entscheidungsträgern innerhalb einzelner Branchen aufgebaut und verfügen insbesondere über Kontakte zu geeigneten Anwälten, Steuerberatern, Wirtschaftsprüfern und Banken.<sup>45</sup> Hervorzuheben ist, dass sowohl die einzelnen Investments als auch die Intensität der unternehmerischen Unterstützung von Business Angel zu Business Angel und sogar zwischen den einzelnen Beteiligungen eines Angels sehr unterschiedlich sein können.<sup>46</sup>

Sowohl die Finanzierung durch einen Business Angel als auch die Finanzierung durch eine Venture-Capital Gesellschaft (formeller Markt) bieten neben dem notwendigen Kapital einen Mehrwert durch die Einbringung von unternehmerischem Know-how. Bei genauerer Betrachtung werden jedoch Unterschiede deutlich. So kann festgehalten werden, dass letztere über einen höheren Professionalisierungsgrad im Investmentgeschäft verfügen.<sup>47</sup> In Abgrenzung dazu bieten Business Angels bevorzugt spezielles Branchen-Know-how an, während VC-Gesellschaften aufgrund der Vielzahl an zu betreuenden Beteiligungsunternehmen eher ein übergeordnetes Erfahrungswissen bieten. Die Professionalisierung der VC-Gesellschaften ermöglicht es ihnen, weitaus höhere Investmentsummen zur Verfügung zu stellen, als dies für einen einzelnen Business Angel möglich wäre.<sup>48</sup> Die Möglichkeit, höhere Summen zu

---

<sup>42</sup> Vgl. Tschammer-Oster, Georg (1996), S. 718 f.

<sup>43</sup> Vgl. Kollmann, Tobias (2012b), S. 40 f.

<sup>44</sup> Vgl. Baier, Wolfgang / Pleschak, Franz (1996), S. 18 f.

<sup>45</sup> Vgl. Fiet, James / u. a. (1991), S. 447 f.

<sup>46</sup> Vgl. Mason, Colin / Harrison, Richard (1996), S. 116 f.

<sup>47</sup> Vgl. Bell, Markus. (1999), S. 372 f.

<sup>48</sup> Vgl. Kollmann, Tobias (2014), S. 444.

investieren führt dazu, dass VC-Gesellschaften in der Regel zu einem späteren Zeitpunkt in ein Unternehmen einsteigen und auch bei fortlaufendem wirtschaftlichen Erfolg spätere Finanzierungsrounds mitbegleiten können.<sup>49</sup>

### **3 Finanzierung von Start-Ups**

Eine Studie von KfW-Research hat ergeben, dass ein gutes Finanzwissen der Gründer eines der wichtigsten Kriterien für eine erfolgreiche Unternehmensgründung darstellt. Dieser Erfolg beruht dabei auf mehreren Faktoren. So fällt es finanzaffinen Gründern nicht nur leichter, eine Finanzierung zu strukturieren, in der Regel kann diese auch zu günstigeren Konditionen abgeschlossen werden.<sup>50</sup> Ein geeignetes Finanzierungskonzept gewährleistet dabei nicht nur eine ausreichende Liquidität in den verschiedenen Entwicklungsphasen, sondern kann auch die Entwicklungsgeschwindigkeit des Start-ups maßgeblich beeinflussen. So kann eine durchdachte Finanzierung der Unternehmung dem Gründerteam ermöglichen, sich fortlaufend auf die eigentliche Geschäftsentwicklung zu konzentrieren, ohne sich kontinuierlich mit der Beschaffung von neuem Kapital zu beschäftigen. Gleichmaßen ist die Wahl der richtigen Finanzierungsstruktur für die Steigerung des Unternehmenswertes und eine spätere Bewertung im Falle eines Exits von übergeordneter Bedeutung.<sup>51</sup>

Es lohnt sich also, sich bereits zu Beginn der Unternehmensgründung mit der Thematik Finanzierung zu beschäftigen.

#### **3.1 Finanzierungsphasen eines Start-Ups**

Die Entwicklung eines Unternehmens ist typischerweise in verschiedene Lebenszyklen unterteilt. Diesen Zyklen stehen spiegelbildlich entsprechende Finanzierungsphasen gegenüber. Diese Abgrenzung ist von besonderer Bedeutung, da sich im Laufe eines Lebenszyklus die Herausforderungen an ein Unternehmen und damit auch die Möglichkeiten der Finanzierung stetig verändern.<sup>52</sup> Das Gründerteam muss demnach nicht nur eine Finanzierungsform finden, welche den Anforderungen des Geschäftsmodells entspricht, sondern auch eine Form der Finanzierung, welche den jeweiligen Anforderungen des Lebenszyklus genügt.<sup>53</sup>

In der Entrepreneurship-Forschung hat sich eine Vielzahl von Definitionen für die verschiedenen Finanzierungsphasen herausgebildet, welche sich hinsichtlich ihrer Anzahl als auch

---

<sup>49</sup> Vgl. Taga, Karim / Forstner, Anton (2003), S. 23.

<sup>50</sup> Vgl. KfW (2015) und Bose, Julia (2015), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>51</sup> Vgl. Weitnauer, Wolfgang (2011), S. 153.

<sup>52</sup> Vgl. WEKA Media GmbH & Co. KG (Hrsg.) (o. J. c) 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>53</sup> Vgl. Grummer, Jan-Menko / Brohilker, Jan (2012), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

ihrer zeitlichen Abgrenzung erheblich voneinander unterschieden.<sup>54</sup> Von diesem Hintergrund wurde in dieser Arbeit das Modell der Abbildung 1 zugrunde gelegt, welches sich in drei Hauptphasen unterteilt, die wiederum in weitere Unterphasen untergliedert werden.

Hervorzuheben ist, dass es sich bei allen Modellen ausschließlich um einen idealtypischen Verlauf handelt, weshalb in der Praxis die Phasen nicht eindeutig voneinander abzugrenzen sind.<sup>55</sup> So kann je nach Branchenzugehörigkeit die Länge der Phasen unterschiedlich verlaufen. Während Unternehmen mit einer digitalen Geschäftsidee eine relativ kurze Planungsphase haben, müssen hingegen Unternehmen der Biotech-Branche aufgrund verschärfter Regularien mit einer langen und aufwendigen Forschungsphase rechnen.<sup>56</sup>

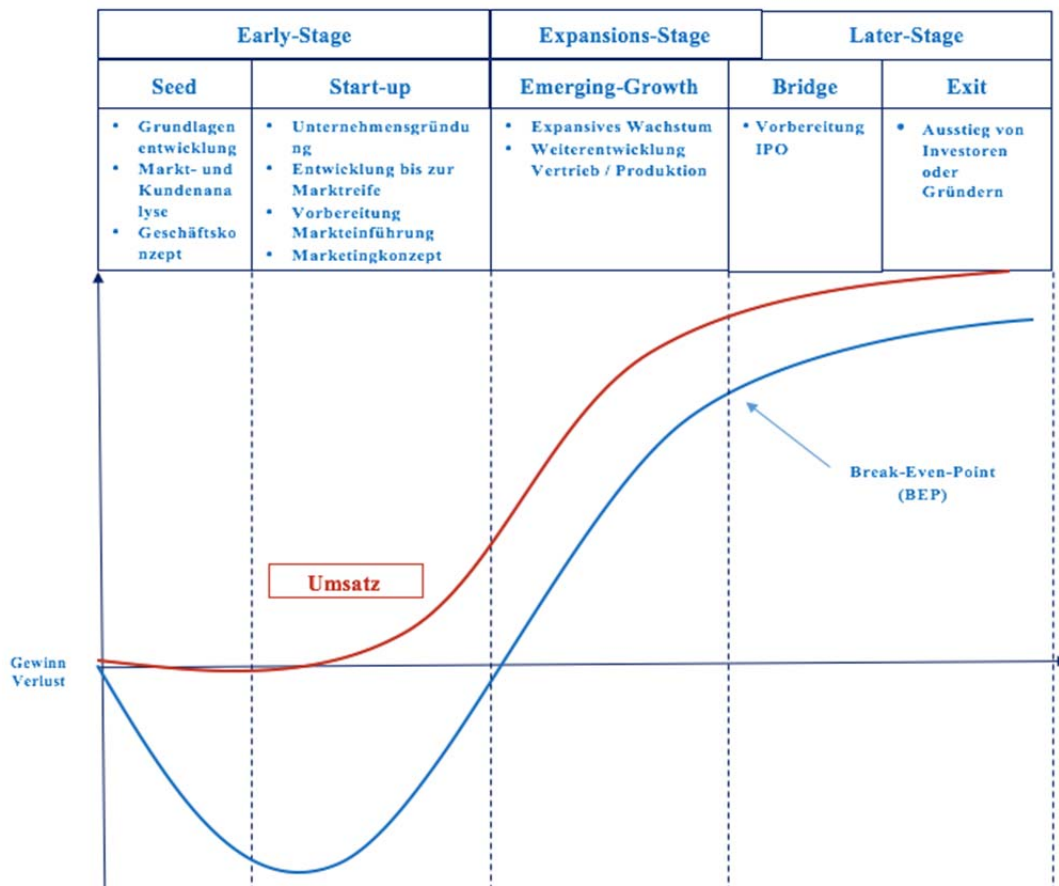


Abbildung 1: Finanzierungsphasen bei einer Unternehmensgründung  
 Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an: Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 84 und Achleitner, Ann-Kristin / Nathusius, Eva (2004), S. 10.

<sup>54</sup> Vgl. Ripsas, Sven/ Tröger, Steffen (2014), S. 14.

<sup>55</sup> Vgl. Daferner, Stefan (1999), S. 165.

<sup>56</sup> Vgl. Dowling, Michael / Drumm, Hans (2002), S. 14 f.

### 3.1.1 Early-Stage

Die Early Stage steht zu Beginn einer jeden Unternehmensgründung und wird weiter in die Seed- und Start-up-Phase unterteilt.<sup>57</sup> Im nachfolgenden Abschnitt werden diese Phasen näher erläutert.

#### 3.1.1.1 (Pre-) Seed-Phase

In der Pre-Seed und Seed-Phase hat in der Regel noch keine Unternehmensgründung stattgefunden. In dieser Phase gilt es zunächst eine Idee zu finden, um diese anschließend auf ihre Realisierbarkeit zu prüfen um dann ein konkretes Geschäftsmodell zu entwickeln.<sup>58</sup> Hierfür werden erste Markt- und Kundenanalysen sowie erste Forschungs- und Entwicklungsarbeiten durchgeführt. Darüber hinaus gilt es, eine geeignete Organisationsstruktur zu entwickeln sowie eine passende (Unternehmens-) Rechtsform zu finden. Auf Grundlage dieser Fakten ist nachfolgend ein erster ansprechender und vor allem belastbarer Businessplan zu erstellen.<sup>59</sup> Insbesondere unerfahrene Gründer stellt diese intensive Auseinandersetzung mit der eigenen Geschäftsidee vor eine große Herausforderung, weshalb Unterstützung von erfahrenen, externen Personen durchaus eine hilfreiche Unterstützung darstellen kann.<sup>60</sup>

So groß der Bedarf an Unterstützung zu Beginn einer Unternehmensgründung ist, so gering ist der Bedarf an Kapital in dieser Phase. So beläuft sich der notwendige Kapitalbedarf fast ausschließlich auf die genannten initialen Betriebskosten.<sup>61</sup> Diesem geringen Investitionsvolumen steht jedoch ein ausgesprochen hohes Verlustrisiko gegenüber. In dieser Phase der Unternehmensgründung geht es ausschließlich darum, die grundsätzlichen Erfolgsaussichten der Unternehmensidee abzuschätzen.<sup>62</sup> Es bestehen demnach seitens der Kapitalgeber die Risiken, dass das Produkt bzw. die Dienstleistung nicht realisierbar ist oder vom Markt nicht akzeptiert wird.<sup>63</sup> Sollte der Unternehmensstart hingegen erfolgreich verlaufen, kann eine Investition in der Seed-Phase eines Unternehmens zu einer sehr rentablen Kapitalanlage werden.<sup>64</sup>

---

<sup>57</sup> Vgl. Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 27.

<sup>58</sup> Vgl. Kollmann, Tobias (2014), S.110 f.

<sup>59</sup> Vgl. Grummer, Jan-Menko / Brohilker, Jan (2012a), 3. Abschnitt f. im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>60</sup> Vgl. Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 27 f.

<sup>61</sup> Vgl. Börner, Christoph / Grichnik, Dietmar (2005), S. 72.

<sup>62</sup> Vgl. Vereinigung Baden-Württembergische Wertpapierbörse e. V. (Hrsg.) (o. J.) 1. Abschnitt f. im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>63</sup> Vgl. Kollmann, Tobias (2014), S. 431.

<sup>64</sup> Vgl. Grummer, Jan-Menko / Brohilker, Jan (2012a), 12. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).



### 3.1.1.2 Start-up-Phase

Mit der offiziellen Unternehmensgründung auf Grundlage des in der Seed-Phase aufgestellten Businessplans, beginnt die zweite Phase der Early-Stage, die Start-up-Phase.<sup>65</sup> Bis zu diesem Zeitpunkt besteht die Unternehmung bereits bis zu ein Jahr.<sup>66</sup> Im Folgenden geht es darum, das Produkt oder die Dienstleistung von der fortgeschrittenen Entwicklungsphase hin zu einem konkurrenzfähigen Produkt oder Dienstleistung weiterzuentwickeln.<sup>67</sup>

Parallel zu den Forschungs- und Entwicklungsarbeiten (F&E) erfolgt in dieser Phase der Unternehmensgründung die Vorbereitung des Markteintrittes. Hierfür stehen die Ausgestaltung der vorhandenen Produktionsmöglichkeiten sowie die Entwicklung eines durchdachten Vertriebskonzeptes im Fokus der Unternehmung.<sup>68</sup> Zusätzlich müssen die Personalkapazitäten sowie Unternehmensstrukturen der wachsenden Unternehmung weiter angepasst werden. Vor einem erfolgreichen Markteintritt sind erste Marketingkampagnen zur Akquisition potenzieller Kunden durchzuführen, sowie im Anschluss erste Markttests durch Pilotkunden zu veranlassen.<sup>69</sup>

Aufgrund der ersten Marketingaktivitäten, des Abschlusses der Produktionsentwicklung und des Beginns der eigentlichen Produktion steigt der Kapitalbedarf in der Start-up-Phase erheblich an. Um weiterhin den Liquiditätsbedarf zu decken, gilt es neue Finanzierungsquellen zu erschließen.<sup>70</sup> Dabei stellt die Etablierung eines aussagekräftigen Berichtswesen in Kombination mit einer ausgereiften mittelfristigen Finanzplanung einen elementaren Baustein zur Gewinnung neuer Kapitalgeber dar.<sup>71</sup>

Die Start-up-Phase endet mit dem erfolgreichen Markteintritt des Produktes oder der Dienstleistung.<sup>72</sup>

### 3.1.2 Expansions-Stage

Nachdem das Unternehmen erfolgreich in den Markt gestartet ist, beginnt die Expansions-Stage, wobei die Grenzen zwischen dieser und der vorangegangenen Early-Stage fließend

---

<sup>65</sup> Vgl. Kollmann, Tobias / Kuckertz, Andreas (2003), S. 37.

<sup>66</sup> Vgl. DS Media GmbH (Hrsg.) (o. J.), 2. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>67</sup> Vgl. Vereinigung Baden-Württembergische Wertpapierbörse e. V. (Hrsg.) (o. J.) 4. Abschnitt f. im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>68</sup> Vgl. Grummer, Jan-Menko / Brohilker, Jan (2012), 6. Abschnitt f. im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>69</sup> Vgl. Kollmann, Tobias (2014), S. 110 f.

<sup>70</sup> Vgl. Kuckertz, Andreas (2006), S. 19.

<sup>71</sup> Vgl. Grummer, Jan-Menko / Brohilker, Jan (2012b), 3. Abschnitt f. im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>72</sup> Vgl. Kollmann, Tobias / Kuckertz, Andreas (2003), S. 37.

sind.<sup>73</sup> Wie in Abbildung 1 ersichtlich, gliedert sich die Expansions-Stage in die sogenannte Emerging-Growth-Phase, auch Wachstumsphase genannt, und in die Bridge-Phase.<sup>74</sup> Die Bridge-Phase wird der Expansions-Stage jedoch nur zugeordnet, da sie in der Literatur oftmals als Übergang zwischen der Expansions-Stage und der Later-Stage angesehen wird.<sup>75</sup> Auf Grundlage dieser Annahme erfolgt eine genauere Betrachtung der Bridge-Phase erst im Kapitel der Later-Stage.

Entsprechend der in Abbildung 1 idealtypisch dargestellten Unternehmensentwicklung, tritt das Unternehmen nach dem Ende der Frühphasenentwicklung in ein exponentielles Wachstum ein.<sup>76</sup> In dieser Phase der Unternehmensentwicklung können zwei herausgehobene Handlungsfelder unterschieden werden. Zum einen das Vorantreiben des notwendigen Wachstums sowie die Erweiterung und Verbesserung der Unternehmensstrukturen.<sup>77</sup> In Abbildung 2 sind diese Handlungsfelder sowie die darin enthaltenen Schritte grafisch dargestellt.



Abbildung 2: Ablauf der Emerging-Growth-Phase

Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an: Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S.200.

<sup>73</sup> Vgl. Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 29.

<sup>74</sup> Vgl. Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 29.

<sup>75</sup> Vgl. Kollmann, Tobias (2014), S. 541.

<sup>76</sup> Vgl. Nathusius, Klaus (2001), S. 59.

<sup>77</sup> Vgl. Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 199.

Das Hauptziel in der Expansions-Stage besteht darin, möglichst stark zu wachsen und eine Größe zu erreichen, mit der die Anfangsinvestitionen amortisiert wird, um in die sich anschließende Later-Stage überzugehen und nachhaltige Gewinne zu erwirtschaften.<sup>78</sup>

Um dieses Ziel zu erreichen ist es notwendig, den vom Start-up avisierten Markt möglichst schnell zu durchdringen sowie den Vertrieb und die Produktion weiterzuentwickeln bzw. auszuweiten.<sup>79</sup> Durch die mit dem Auf- und Ausbau verbundene starke Expansion werden neue Kunden für das Start-up generiert. Dies zieht einen signifikanten Anstieg der Umsätze nach sich.<sup>80</sup>

Neben diesem exponentiellen Wachstum wird die Emerging-Growth-Phase durch die Anpassung der Unternehmensstruktur an dieses schnelle Wachstum charakterisiert. Hierzu sind im ersten Schritt die Organisations- und Entscheidungsstrukturen an das steigende Produktionsvolumen und die damit verbundene Ausweitung des Vertriebs anzupassen.<sup>81</sup> Darüber hinaus sollte die Geschäftsführung personell aufgestockt werden, um so den gestiegenen Anforderungen an das Management zu entsprechen.<sup>82</sup> Sofern die Human-Ressource des Start-ups ausgeschöpft ist, empfiehlt es sich, diese Know-how-Lücke durch eine externe Führungskraft zu ergänzen. Hierbei empfiehlt die Literatur, eine Führungskraft auszuwählen, welche schon über hinreichende Erfahrung bezüglich der Leitung eines sich in der Expansionsphase befindenden Unternehmens verfügt.<sup>83</sup>

Schließlich erreicht das Start-up in der Emerging-Growth-Phase den Break-Even-Point (BEP). An diesem Punkt hat das Start-up, das anfangs investierte Kapital vollständig amortisiert. In Abbildung 1 ist dieser Punkt als „BEP“ gekennzeichnet. Von diesem Punkt an erwirtschaftet das Start-up nachhaltige Gewinne, welche den Zugang zu Fremdkapital erheblich erleichtern.<sup>84</sup> Ab diesen Zeitpunkt generiert das Start-up einen Cash Flow, der im besten

---

<sup>78</sup> Vgl. Grummer, Jan-Menko / Brohilker, Jan (2012c), 2. Abschnitt f. im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>79</sup> Vgl. Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 199.

<sup>80</sup> Vgl. Grummer, Jan-Menko / Brohilker, Jan (2012c), 4. Abschnitt f. im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>81</sup> Vgl. Vereinigung Baden-Württembergische Wertpapierbörse e. V. (Hrsg.) (o. J.) 7. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>82</sup> Vgl. Grummer, Jan-Menko / Brohilker, Jan (2012c), 4. Abschnitt f. im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>83</sup> Vgl. Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 200.

<sup>84</sup> Vgl. Grummer, Jan-Menko / Brohilker, Jan (2012c), 45. Abschnitt f. im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

Fall die weiteren Wachstumsinvestitionen selbst finanziert, bzw. zumindest als Sicherheit für weitere neue Finanzierungsquellen genutzt werden kann.<sup>85</sup>

### 3.1.3 Later-Stage

In der Later-Stage trennen sich die meisten Kapitalgeber von ihren Anteilen am Start-up. Dabei kann der Exit auf vielfältige Art und Weise erfolgen. Eine mögliche Exit-Variante stellt der Gang an die Börse (IPO) dar. Der Zeitraum für die Vorbereitung des IPO wird in der Literatur häufig als Bridge Phase bezeichnet.<sup>86</sup>

#### 3.1.3.1 Bridge-Phase

Sobald ein Unternehmen bei verlässlichen Einnahmen mit einem noch immer starken Umsatzwachstum rechnen kann, ist die Later-Stage der Unternehmensentwicklung erreicht.<sup>87</sup> Mit fortlaufendem Erfolg des Start-ups muss das Gründerteam mit dem Eintritt neuer Wettbewerber rechnen. Um trotz der verschärften Konkurrenzsituation weiterhin Wachstum zu generieren, können eine Internationalisierung des Geschäfts, der weitere Ausbau des eigenen Vertriebsnetzes oder verstärkte Marketingkampagnen geeignete Mittel sein.<sup>88</sup> Aber auch eine Diversifikation durch neue Produkte bzw. Dienstleistungen kann die Konkurrenzfähigkeit des Start-ups aufrechterhalten.<sup>89</sup>

All diese Maßnahmen sind mit einem immensen Kapitalbedarf verbunden und können nur selten vollständig durch den nun vorhandenen Cash Flow geleistet werden.<sup>90</sup> In dieser Situation bietet sich eine sogenannte Bridge-Finanzierung an. Wie im vorangegangenen Kapitel 3.1.2 bereits erwähnt, ist die Bridge-Phase sowohl der Expansions-Stage als auch der Later-Stage zuzuordnen. In der Literatur wird die Bridge-Finanzierung auch Überbrückungs- oder Pre-IPO-Finanzierung genannt.<sup>91</sup> So kann das zur Verfügung stehende Kapital einerseits dazu genutzt werden, die notwendigen Voraussetzungen für einen Börsengang wie z. B. Veränderung der Rechtsform in eine AG oder die notwendigen Kosten für die Vorbereitung eines

---

<sup>85</sup> Vgl. Hahn, Christopher (Hrsg.), S. 29.

<sup>86</sup> Vgl. Vogelsang, Eva/ u. a., (2015), S. 96.

<sup>87</sup> Vgl. Achleitner, Ann-Kathrin (2001), S. 516.

<sup>88</sup> Vgl. Nathusius, Klaus (2001), S. 59.

<sup>89</sup> Vgl. Hahn, Christopher (2014), S. 201.

<sup>90</sup> Vgl. WEKA Media GmbH & Co. KG (Hrsg.) (o. J. d) 9. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>91</sup> Vgl. Schefczyk, M. (2000), S. 22.

IPO zu finanzieren.<sup>92</sup> Andererseits kann das durch die Bridge-Finanzierung bereitgestellte Kapital dazu verwendet werden neue Wachstumsschwellen zu überwinden.<sup>93</sup>

Neben einem Börsengang gibt es jedoch noch weitere Formen des Exits für Kapitalgeber. Diese werden im nachfolgenden Kapitel kurz dargestellt.

### **3.1.3.2 Exit**

Der Ausstieg bisheriger Kapitalgeber durch einen IPO stellt zwar eine vergleichsweise häufige und bekannte Ausstiegsform dar, jedoch kann der Exit noch auf vielfältige Art und Weise erfolgen.<sup>94</sup>

Eine dieser Formen stellt der sogenannte Management-Buy-Out (MBO) dar. Hierbei wird das Unternehmen von leitenden Angestellten oder der Geschäftsführung übernommen. Die bisherige Führung wird damit selbst zu Gesellschaftern und löst frühere Eigentümer ab. Die umgekehrte Variante nennt sich Management-Buy-In (MBI) und beschreibt die Übernahme der operativen Geschäftsführung durch ein neues, externes Management.<sup>95</sup> Wird diese Art der Finanzierung ohne Rücksicht auf die übernehmenden Personen betrachtet, handelt es sich im allgemeinen um einen sogenannten Leverage-Buy-Out (LBO).<sup>96</sup> Grundsätzlich wird bei dieser Finanzierung Fremdkapital für die Transaktion verwendet, welches über den Cash Flow des Unternehmens verzinst, getilgt sowie über die vorhandenen Aktiva gesichert wird.<sup>97</sup>

Eine Exit-Variante, die einen ähnlich hohen Verkaufspreis ermöglicht wie den eines IPO, jedoch nicht dessen hohe Ausgaben bzw. Anforderungen erfordert, stellt der sogenannte Trade-Sale dar. Hierbei strebt ein Investor eine Mehrheitsbeteiligung bzw. die vollständige Übernahme des Start-ups an, mit dem Ziel, sich das Know-how des Start-ups anzueignen. Bei den Investoren handelt es sich zumeist um größere Unternehmen aus der Industriebranche, aber auch Technologieunternehmen wie z. B. Google nutzen diese Form der Know-how-Gewinnung zunehmend.<sup>98</sup>

## **3.2 Finanzierungsquellen eines Start-Ups**

Wie im vorangegangenen Kapitel 3.1 ersichtlich, verändert sich der Kapitalbedarf eines Start-ups im Laufe seiner Entwicklungsphasen ständig. Genauso verändern sich auch die

---

<sup>92</sup> Vgl. Vogelsang, Eva/ u. a. (2015), S. 96.

<sup>93</sup> Vgl. Weitnauer, Wolfgang (2011), S. 367.

<sup>94</sup> Vgl. Vogelsang, Eva/ u. a. (2015), S. 96.

<sup>95</sup> Vgl. Kasperzak, Rainer (2001), S. 151 f.

<sup>96</sup> Vgl. Weiss, Michael (2005), S. 255.

<sup>97</sup> Vgl. Hölters, Wolfgang (2005), S. 26.

<sup>98</sup> Vgl. Dourvos, Stefanie/ u. a. (2008), S. 65.

möglichen Finanzierungsquellen. So eignen sich manche Quellen ausschließlich für Phasen der Early-Stage, während andere wiederum eher für eine Finanzierung in späteren Phasen geeignet sind bzw. von diesem Zeitpunkt an erst in Frage kommen.<sup>99</sup> Dieser Sachverhalt wird in Abbildung 3 grafisch veranschaulicht und in den nachfolgenden Kapiteln begründet.

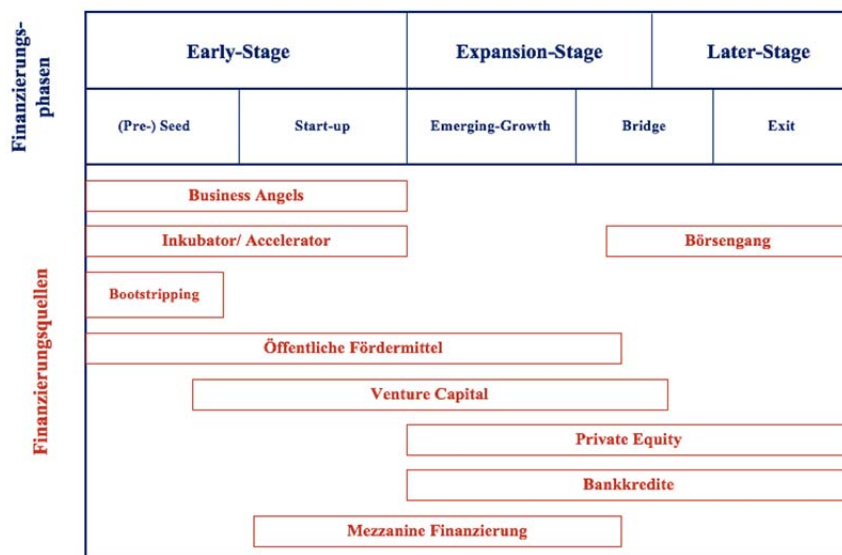


Abbildung 3: idealtypische Finanzierungsquellen in den unterschiedlichen Entwicklungsphasen

Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an: Kubr, Thomas / u. a. (2013), S. 148.

Die in Abbildung 3 aufgeführten möglichen Finanzierungsquellen lassen sich nach Herkunft (Innen- und Außenfinanzierung) sowie nach Rechtsstellung des Kapitalgebers bzw. der Haftungsqualität (Eigen- und Fremdkapital) unterscheiden.<sup>100</sup> Diese Differenzierung ist Ausgangspunkt der Unternehmensfinanzierung und wird in Abbildung 4 grafisch veranschaulicht. Der Bereich der Eigenkapitalfinanzierung ist dabei farblich hervorgehoben, da sich diese Arbeit insbesondere mit der Thematik der externen Eigenkapitalfinanzierung beschäftigt.

### 3.2.1 Innenfinanzierung

Grundsätzlich wird von einer Innenfinanzierung gesprochen, wenn ein Unternehmen die zur Finanzierung verwendeten Mittel selbst erwirtschaftet. Also seine Eigenkapitalbasis aus dem eigenen Umsatzprozess dadurch stärkt, dass Gewinne thesauriert und entsprechende Rücklagen gebildet werden.<sup>101</sup> Das Unternehmen erhält dementsprechend keine neue Liquidität von

<sup>99</sup> Vgl. Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 78 f.

<sup>100</sup> Vgl. Werner, Horst / Kobabe, Rolf (2007), S. 9.

<sup>101</sup> Vgl. Eilenberger, Guido / Haghani, Sascha (2008), S. 10.

außen, sondern nur durch das Erwirtschaften eigener Finanzmittel.<sup>102</sup> Eine Innenfinanzierung ist nur denkbar, wenn das Unternehmen eigene operative Erlöse generiert. Für Start-ups in der Early Stage ist eine Innenfinanzierung demnach nur realistisch, sofern das Geschäftsmodell bereits aus sich heraus in der Lage ist, Umsätze zu generieren.<sup>103</sup> Dennoch gibt es, wie in Abbildung 4 ersichtlich, Finanzierungsquellen, die der Innenfinanzierung zuzuordnen sind. Dabei handelt es sich im Wesentlichen um die Selbstfinanzierung ohne Eigenkapital sowie um die Selbstfinanzierung mit Eigenkapital, dem sogenannten Bootstrapping.

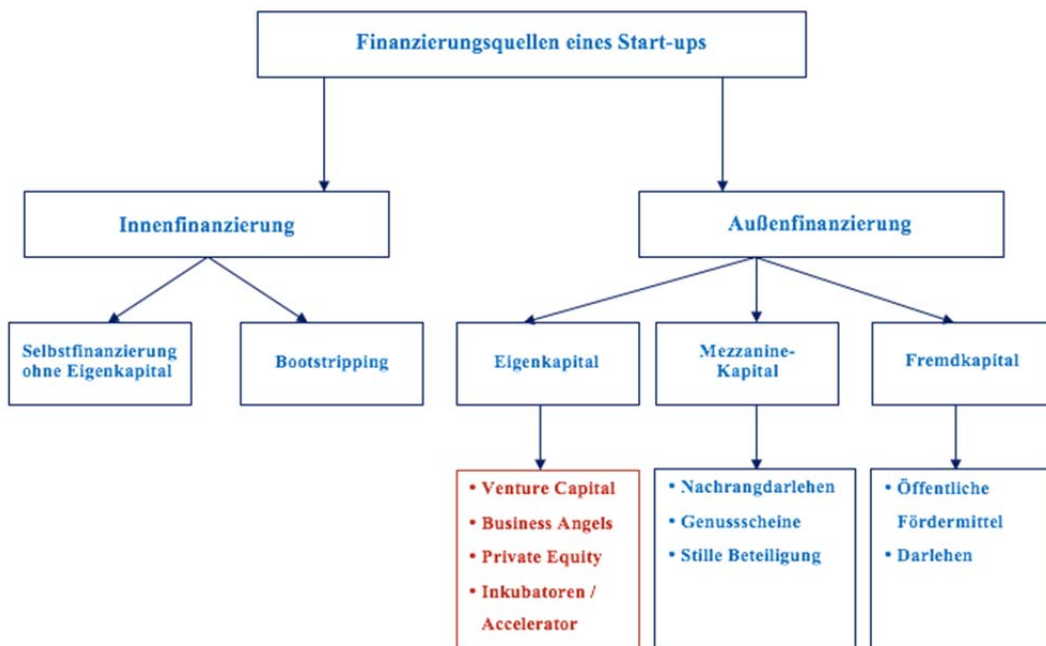


Abbildung 4: Differenzierung von Finanzierungsquellen eines Start-ups  
Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an: Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 34.

Bei einer Selbstfinanzierung ohne Eigenkapital kann das Gründerteam nicht auf die typischen Finanzierungsinstrumente zurückgreifen, sondern muss unter persönlichem Einsatz Liquidität schaffen und gleichzeitig auf eine schnellstmögliche Monetarisierung der erbrachten unternehmerischen Tätigkeiten hinwirken. Dem Gründerteam stehen dabei Finanzierungsmöglichkeiten wie der unentgeltliche Arbeitseinsatz, der sogenannte „Sweat Equity“, oder geleistete Anzahlungen zur Verfügung. Ebenfalls kann das Gründerteam durch das Erwirtschaften von Einkünften aus einer zusätzlichen unselbstständigen Tätigkeit, sogenanntes „Moon-

<sup>102</sup> Vgl. Werner, Horst / Kobabe, Rolf (2007), S. 27 f.

<sup>103</sup> Vgl. Kollmann, Tobias (2011), S. 203.

lighting“ oder Mondscheinarbeit, versuchen, die Anfangsphase der Unternehmensgründung zu überstehen.<sup>104</sup>

Beim Bootstrapping greifen die Gründer auf ihre eigenen Ersparnisse sowie auf die Unterstützung nahestehender Personen („Family and Friends“) zurück. Aufgrund des geringen Umfangs der zur Verfügung stehenden Finanzmittel eignet sich diese Form der Finanzierung, wie in Abbildung 3 ersichtlich, bei den meisten Start-ups allenfalls in der (Pre-) Seed-Phase. Als Ausnahmen gelten hier Start-ups, die mehr der Selbstverwirklichung dienen als der Schaffung einer nachhaltigen Unternehmung, sogenannte „life-style-ventures“.<sup>105</sup>

Trotz eines geringen Volumens, kann diese Form der eigenständigen Unternehmensfinanzierung auch Vorteile mit sich bringen. So kann sich das Gründerteam vollständig auf die Entwicklung bzw. Durchführung der Geschäftsidee konzentrieren, da die zeitintensive Akquisition von Investoren wegfällt.<sup>106</sup> Ein weiterer Aspekt für Gründer, die auf diese Form der Finanzierung zurückgreifen ist, dass sie stets die vollständige Kontrolle über ihr Unternehmen behalten und außer ihren Mitarbeitern, Kunden und Lieferanten niemandem Rechenschaft schuldig sind.<sup>107</sup> Doch wie im Kapitel 3.1.1.1 beschrieben, fallen schon vor Beginn der offiziellen Unternehmensgründung Kosten in Form initialer Betriebskosten an. Mit fortschreitender Unternehmensentwicklung wird auch der Kapitalbedarf immer weiter ansteigen, weshalb eine sofortige Aufnahme der operativen Geschäftstätigkeit notwendig ist, um langfristig diese Unabhängigkeit aufrecht zu halten.<sup>108</sup>

Somit eignet sich das Bootstrapping vor allem für Gründer, denen Unabhängigkeit wichtiger ist als unternehmerisches Wachstum und attraktive Exits. Gerade jedoch im umkämpften Hightech-Sektor bzw. in der IT-Branche, wo ein schnelles Wachstum essentiell für das weitere Bestehen ist und die Kosten der Produktentwicklung hoch sind, stößt diese Form der Finanzierung spätestens mit Erreichen der Start-up-Phase an ihre Grenzen, sodass ein Zufluss von externem Kapital unvermeidlich ist.<sup>109</sup>

### 3.2.2 Außenfinanzierung

Wie im vorangegangenen Kapitel ersichtlich, sind die Möglichkeiten der Innenfinanzierung in der Early Stage eines Unternehmens begrenzt. Um den Unternehmensfortbestand trotzdem

<sup>104</sup> Vgl. Kollmann, Tobias / Kuckertz, Andreas (2003), S. 12 f.

<sup>105</sup> Vgl. Kollmann, Tobias / Kuckertz, Andreas (2003), S. 19.

<sup>106</sup> Vgl. Wolpers, Stefan (2010), 17. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>107</sup> Vgl. Guggi, Peter (2012), 5. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>108</sup> Vgl. Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 44.

<sup>109</sup> Vgl. Kollmann, Tobias / Kuckertz, Andreas (2003), S. 19 f.



zu sichern, ist eine Finanzierung durch externe Kapitalgeber von immenser Bedeutung.<sup>110</sup> Vor allem technologieorientierte Start-ups sind aufgrund ihres bereits in der Early Stage Phase hohen Kapitalbedarfs oftmals auf externe Kapitalgeber dringend angewiesen.<sup>111</sup>

Wie in Abbildung 4 ersichtlich, unterscheidet die Außenfinanzierung weiter nach Rechtsstellung der Kapitalgeber bzw. der Haftungsqualität des zur Verfügung gestellten Kapitals.<sup>112</sup> Dabei trägt die Eigenfinanzierung, also die Finanzierung eines Unternehmens durch Eigenkapital, das höchste Haftungsrisiko. Der Grund dafür ist, dass im Falle einer Liquidation oder Insolvenz die Eigenkapitalgeber in der Rangfolge bei der Rückzahlung ganz am Ende stehen. Somit dient das Eigenkapital dem Gläubigerschutz, da die Forderungen einer Rückzahlung der anderen Kapitalgeber an die Eigenkapitalgeber vorrangig zu befriedigen sind. Aufgrund dieser Schutzfunktion stellt die Eigenfinanzierung die Basis für alle weiteren Bereiche der Außenfinanzierung dar.<sup>113</sup> Typische Finanzierungsquellen der Eigenfinanzierung stellen neben Business Angels und Inkubatoren das in 2.2 behandelte Venture Capital dar.<sup>114</sup>

Weiter wird die Außenfinanzierung neben der Eigenfinanzierung in die Fremdfinanzierung durch Fremdkapital unterschieden. Im Gegensatz zur Eigenfinanzierung, erfolgt die Fremdfinanzierung nur für einen befristeten Zeitraum und unter der Maßgabe der Rückzahlung sowie regelmäßiger Zins- und Tilgungsleistungen. Abweichend zur Eigenfinanzierung erwirbt der Fremdkapitalgeber weder Geschäftsanteile noch sonstige Mitsprache- oder Kontrollrechte. Dafür besteht der Zahlungsanspruch des Kapitalgebers unabhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens. Aufgrund der strengen Anforderungen in Bezug auf die seitens des Unternehmens zu stellenden Sicherheiten, kommt eine solche Finanzierung für ein Start-up erst in Betracht, wenn es selbst Einkünfte erwirtschaftet bzw. über eine entsprechende Eigenkapitalausstattung verfügt.<sup>115</sup>

Möchte ein Unternehmen die Vorteile der Fremd- sowie der Eigenfinanzierung für sich nutzen, unterscheidet die Außenfinanzierung weiter in Mezzanine-Finanzierung. Dabei handelt es sich um eine Mischform zwischen der Eigen- und der Fremdfinanzierung. Je nach Ausgestaltung der wirtschaftlichen und rechtlichen Bedingungen, kann diese Finanzierungsform eher eigenkapitalähnlich in Form von Genussrechten oder atypischen stillen Beteiligungen gestaltet werden (sogenanntes Equity Mezzanine). Aber auch eine eher fremdkapitalähnliche

---

<sup>110</sup> Vgl. Eilenberger, Guido / Haghani, Sascha (2008), S. 10.

<sup>111</sup> Vgl. Schultz, Christian (2011), S. 111.

<sup>112</sup> Vgl. Werner, Horst / Kobabe, Rolf (2007), S. 10.

<sup>113</sup> Vgl. Weitnauer, Wolfgang (2011), S. 156.

<sup>114</sup> Vgl. Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 34.

<sup>115</sup> Vgl. Kollmann, Tobias / Kuckertz, Andreas (2003), S. 32 f.

Struktur in Form von typischen stillen Beteiligungen oder nachrangigen Darlehen ist möglich (sogenanntes Debt Mezzanine). Die genaue Ausgestaltung unterliegt jedoch keinen festgelegten Mustern und erfolgt immer durch individuelle Vereinbarungen.<sup>116</sup>

Da im Rahmen dieser Arbeit die Start-up Finanzierung unter besonderer Berücksichtigung der Investmentbesteuerung behandelt wird, fokussiert sich der nachfolgende Teil insbesondere auf die Finanzierungsquellen der Außenfinanzierung, welche durch eine mögliche Reform betroffen sind. Weitere potenzielle Finanzierungsquellen werden nur kurz dargestellt.

### 3.2.2.1 Business Angels

Wie in Kapitel 2.3 bereits definiert, handelt es sich bei Business Angels um Privatpersonen, welche neben der Bereitstellung des notwendigen Kapitals zusätzlich dem Start-up Unterstützung durch unternehmerisches Know-how bieten. Es handelt sich also bei einem Business Angel um eine Form der Außenfinanzierung. Da die Bereitstellung von Kapital in der Regel in Form von Eigenkapital erfolgt, ist sie weiterhin der Eigenfinanzierung zuzuordnen.

Dabei kann die Beteiligung entweder persönlich oder über eine Beteiligungsgesellschaft des Business Angel erfolgen. Eine Beteiligung über eine Kapitalgesellschaft erfolgt insbesondere unter Berücksichtigung steuerlicher Aspekte und wird im Rahmen der rechtlichen Grundlagen (Kapitel 4) genauer behandelt. Neben diesen Formen der Eigenkapitalbeteiligung, stellen die Finanzierung durch eine stille Beteiligung, eines Nachrangdarlehens oder eines Genusscheines weitere typische Formen der Beteiligung durch einen Business Angel dar. Dabei sind diese Formen der Finanzierung nicht der reinen Eigenkapitalfinanzierung zuzuordnen, sondern aufgrund ihrer Ausgestaltung der Mezzanine-Finanzierung.<sup>117</sup>

Business Angels investieren überwiegend in den Seed-Phasen und der Start-up-Phase um frühzeitig am Wertzuwachs des Unternehmens zu partizipieren und um rechtzeitig mit ihrem vorhandenen Know-how Einfluss auf die Unternehmensentwicklung zu nehmen.<sup>118</sup> Im Vergleich zu anderen Finanzierungsquellen, die das Eigenkapital eines Unternehmens stärken können, sind BA-Finanzierungen durchschnittlich eher von geringen Volumen.<sup>119</sup> Die Erfahrung zeigt jedoch, dass es auch Business Angels gibt, die durchaus bereit sind, sechsstellige Beträge in Start-ups zu investieren. Auch der Zusammenschluss mehrerer Business Angels kann eine sechsstellige Summe ermöglichen. Doch in der Regel reichen diese Summen nicht

<sup>116</sup> Vgl. Kollmann, Tobias (2014), S.188.

<sup>117</sup> Vgl. Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 46 f.

<sup>118</sup> Vgl. Frankfurter Business Media GmbH (Hrsg.) (o. J.) 4. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>119</sup> Vgl. Klandt, Heinz / Krafft, Lutz (2003), S. 311.

aus, um den Break-Even-Point zu erreichen. Sie dienen eher dazu, das Start-up auf eine institutionelle VC-Finanzierung vorzubereiten.<sup>120</sup>

Doch trotz der im Verhältnis zu den von institutionellen Investoren eher geringen zur Verfügung gestellten Mittel, nehmen Business Angel eine herausgehobene Stellung für die Finanzierung von Start-ups ein. Sie steigen in der Phase ein, wo die meisten Start-ups nicht mehr als eine Idee haben und übernehmen durch den Einstieg einen nicht unerheblichen Anteil des unternehmerischen Risikos.<sup>121</sup> Ferner ist der größte Mehrwert einer BA-Finanzierung die Einbringung der unternehmerischen Fertigkeiten. Vor allem in den Anfangsphasen eines Unternehmens fehlen den Gründern nicht selten das Wissen und die Management-Erfahrung um ihre Geschäftsidee in die Tat umzusetzen.<sup>122</sup> Hier können Business Angels durch eine intensive Betreuung unterstützend sowie motivierend und beratend zur Seite stehen.<sup>123</sup> In der Theorie wird neben dem Begriff „Coach“ oder „Mentor“ auch der Begriff „Pate“ verwendet um die Stellung eines Business Angel gegenüber einem Start-up treffend zu beschreiben.<sup>124</sup> Neben der Betreuung bietet die Zusammenarbeit mit einem Business Angel auch den Vorteil, dass über das Netzwerk des Business Angels Kooperationen angestoßen werden können oder sogar potenzielle, finanzstärkere Kapitalgeber für spätere Finanzierungsrunden gefunden werden.<sup>125</sup>

### 3.2.2.2 Inkubatoren / Accelerators

Ebenfalls in der Early Stage als Finanzierungsquelle angesiedelt sind sogenannte Inkubatoren und Accelerators.<sup>126</sup> Der Begriff Inkubator kommt ursprünglich aus der Medizin und bezeichnet eine Art Brutkasten, in dem Frühgeborene unter optimalen Bedingungen heranwachsen können.<sup>127</sup> Im übertragenen Sinne stellen Inkubatoren demnach Start-ups eine Umgebung zur Verfügung, in der diese unter optimalen Bedingungen in das Geschäftsleben starten können.<sup>128</sup> Ähnlich wie Business Angels investieren auch sie in einer ähnlichen Größenordnung Kapital, der Schwerpunkt der Tätigkeit besteht jedoch im allumfassenden Coaching

<sup>120</sup> Vgl. Kollmann, Tobias (2014), S. 332 f.

<sup>121</sup> Vgl. Kollmann, Tobias / Kuckertz, Andreas (2003), S. 20 f.

<sup>122</sup> Vgl. Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 46.

<sup>123</sup> Vgl. Brettel, Malte / u. a. (2005), S. 50.

<sup>124</sup> Vgl. Kirchner, H. (1998), S. 10.

<sup>125</sup> Vgl. Coveney, Patrick / Moore, Karl (1998), S. 54 f.

<sup>126</sup> Vgl. Weitnauer, Wolfgang (2011), S. 207.

<sup>127</sup> Vgl. Engelmann, Andree (2000), S. 329.

<sup>128</sup> Vgl. Vertical Media GmbH (Hrsg.) (o. J. a), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

und der Bereitstellung von Dienstleistungen. Damit treten Inkubatoren als eine Art Full-Service-Dienstleister für Start-ups auf.<sup>129</sup>

In sogenannten Gründerzentren helfen sie jungen Unternehmen unter Anleitung von erfahrenen Experten beim Aufbau unternehmerischer Strukturen. Dabei reichen die Dienstleistungen von Finanzierungsvermittlung, Beratung und Coaching einschließlich der Vermittlung externer Beratungsleistungen, Kontaktvermittlung und Bereitstellung von Büroflächen und Infrastruktur bis hin zu operativer Unterstützung, technischer Realisierung, Controlling, Administration, Recruiting von Mitarbeitern, PR, Marketing und Webdesign.<sup>130</sup> Als Gegenleistung für dieses umfangreiche Dienstleistungsportfolio erhalten Inkubatoren ähnlich wie Business Angels Geschäftsanteile vom Start-up.<sup>131</sup>

Abzugrenzen vom Begriff des Inkubators sind die sogenannten Accelerators. Zwar finden sich viele Übereinstimmungen zwischen diesen beiden Begriffen, dennoch unterscheiden sie sich grundsätzlich bei den Rahmenbedingungen, weshalb eine synonyme Verwendung nicht ganz richtig ist. Der Begriff Accelerator stammt ursprünglich aus dem Lateinischen und bedeutet so viel wie Beschleuniger. Während Inkubatoren keine festgelegte Zeit der Zusammenarbeit haben, agieren Accelerators oftmals im Rahmen einer Art Boot Camp für Start-ups, welches zumeist auch noch auf wenige Monate begrenzt ist. In dieser Zeit stellen sie genau die gleichen Dienstleistungen zur Verfügung wie ein Inkubator.<sup>132</sup> Das Boot Camp endet in der Regel mit einem sogenannten Demo-Day, an dem die Teams ihr Unternehmen bzw. ihr Produkt finanzkräftigen Investoren präsentieren können.<sup>133</sup>

Der Fokus von Inkubatoren und Accelerators liegt vor allem auf der Bereitstellung von Dienstleistungen und der Unterstützung beim Aufbau von Unternehmensstrukturen, anstatt eine weitreichende Finanzierung zu gewähren. Aus diesem Grund eignet sich diese Art der unterstützenden Finanzierung ausschließlich für die Early Stage bzw. die dort enthaltene Seed-Phasen.<sup>134</sup>

---

<sup>129</sup> Vgl. Kaczmarek, Joel (2013), 2. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>130</sup> Vgl. Weitnauer, Wolfgang (2011), S. 206 f.

<sup>131</sup> Vgl. Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 56.

<sup>132</sup> Vgl. Vertical Media GmbH (Hrsg.) (o. J. b), 1. Abschnitt f im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>133</sup> Vgl. Expertennetzwerk Deutschland GmbH (Hrsg.) (o. J.), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>134</sup> Vgl. Engelmann, Andree (2000), S. 334.

### 3.2.2.3 Venture Capital Gesellschaften

Während Business Angels dem informellen Markt für Venture Capital zugeordnet werden,<sup>135</sup> stellen gewerbliche Venture Capital-Unternehmen den formellen Markt der Beteiligungsfinanzierung dar.<sup>136</sup> Venture Capital-Gesellschaften sammeln Kapital insbesondere bei institutionellen Anlegern (z. B. Banken, Versicherungen, Pensionsfonds) ein und verwalten dieses Kapital in einem Fonds. Darauf folgende Investments tätigen sie in aller Regel nach vorab bestimmten Investitionsregeln.<sup>137</sup>

Gemäß den Investitionsregeln kann der Fokus der Investments ausschließlich auf bestimmte Branchen konzentriert werden.<sup>138</sup> Außerdem besteht die Möglichkeit, sich auf ein bestimmtes Stadium innerhalb der Unternehmensentwicklung zu konzentrieren.<sup>139</sup> Grundsätzlich kann festgehalten werden, dass VC-Gesellschaften zwar auch wie Business Angels in der Frühphase eines Unternehmens investieren, jedoch liegt in der Regel der Fokus der Investments auf den darauffolgenden Finanzierungsphasen.<sup>140</sup> Wie bereits im Kapitel 2.3 herausgearbeitet, unterscheiden sich Business Angels und VC-Gesellschaften vor allem aufgrund der Höhe ihrer Investments.<sup>141</sup> Basierend auf diesen höheren Investments stellt eine Finanzierung zu späteren Unternehmensphasen keine Schwierigkeit für VC-Gesellschaften dar. Doch gerade weil es sich um ein höheres Investment handelt und sich das Unternehmen in der Regel am Ende der Early Stage bzw. Beginn der Expansions-Stage befindet, erwarten VC-Fonds von den Start-ups erste positive Cash Flows als Nachweis für die Tauglichkeit des Geschäftskonzeptes (Proof of Concept).<sup>142</sup>

Wie bei Venture Capital üblich, stellen auch VC-Gesellschaften neben Kapital einem Start-up Betreuungsleistungen zur Verfügung.<sup>143</sup> Diese dienen jedoch dazu, mit Hilfe der eingebrachten Branchen- und Marktkenntnisse zu einer deutlichen Wertsteigerung des Unternehmens beizutragen (Added Value) und zum anderen durch regelmäßige Kontrolle das Investmentrisiko zu reduzieren.<sup>144</sup> Grundsätzlich gehen VC-Gesellschaften nur Minderheitsbeteiligungen ein. Trotzdem lassen sich diese oftmals weitreichende Mitbestimmungsrechte und sonstige vorteilhafte Klauseln einräumen, wodurch sie trotz einer Minderheitsbeteiligung

<sup>135</sup> Vgl. Kollmann, Tobias (2012a), S. 36.

<sup>136</sup> Vgl. Brettel, Malte / u. a. (2000), S. 66.

<sup>137</sup> Vgl. Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 58.

<sup>138</sup> Vgl. Schefczyk, Michael (2000), S. 11 f.

<sup>139</sup> Vgl. Weitnauer, Wolfgang (2011), S. 6.

<sup>140</sup> Vgl. Taga, Karim / Forstner, Anton (2003), S. 23.

<sup>141</sup> Vgl. Kollmann, Tobias (2014), S. 444.

<sup>142</sup> Vgl. Taga, Karim / Forstner, Anton (2003), S. 23.

<sup>143</sup> Vgl. Pott, Oliver / Pott, Andre (2012), S. 252.

<sup>144</sup> Vgl. Achleitner, Ann-Kristin (2001), S. 523 f.

oftmals tiefgreifende Mitsprache- und Kontrollrechte innehaben, die weit über ihre Unternehmensbeteiligung hinausgehen.<sup>145</sup>

Prinzipiell differenziert der formelle Venture Capital Markt neben rein privatwirtschaftlichen noch zwischen öffentlichen Venture Capital und Corporate Venture Capital (CVC).<sup>146</sup>

Bei öffentlichen Venture Capital handelt es sich um mittelständische oder (halb-)staatliche Venture Capital-Gesellschaften, die Investments im Rahmen eines politischen Auftrags leisten. Dabei ist es aufgrund europa-/ beihilferechtlicher Gründe notwendig, dass sich zusätzlich zum öffentlichen VC-Fonds ein weiterer privater Investor, ein sogenannter Lead Investor mindestens in gleicher Höhe wie der öffentliche Kapitalgeber am Start-up beteiligt. Diese Doppelstruktur ist vor allem für Start-ups in der Early Stage interessant. So kann zum einen das Start-up mit einem größeren Mittelzufluss rechnen, während sich durch das Co-Investment das Risk-Return-Profil des Lead Investors verbessert.<sup>147</sup>

Erfolgt die Bereitstellung von Eigenkapital durch ein großes (Industrie-) Unternehmen welches nicht dem Finanzsektor zuzuordnen ist, handelt es sich um Corporate Venture Capital (CVC). Dabei steht, abgrenzend zu klassischen Venture Capital Gesellschaften, nicht die Maximierung der Rendite im Vordergrund, sondern die Wahrung strategischer Interessen und die aktive Gestaltung der Unternehmensentwicklung.<sup>148</sup> So erhoffen sich Großunternehmen durch ihr CVC-Engagement einen Zugang zu potenziell wichtigen Technologien, ein sogenanntes „window on potential new business growth areas“.<sup>149</sup> Zwar verfügen Großunternehmen über einen eigenen F&E-Bereich, jedoch bietet ein CVC-Engagement den Vorteil, dass zum einen die Entwicklungskosten um ein vielfaches geringer sind und es sich zum anderen um externes Personal handelt, welches ein anderes Denken in das Unternehmen einbringt.<sup>150</sup>

Im Vergleich zu klassischen VC-Gesellschaften, unabhängig davon, ob es sich um private oder öffentliche handelt, bietet die Finanzierung durch eine CVC-Gesellschaft einen deutlichen Mehrwert. So besteht die Möglichkeit, auf die Vertriebskanäle des Mutterkonzerns zurückzugreifen, was unmittelbare Vorteile für den Markteinstieg oder die Erschließung neuer Kundengruppen bedeutet. Darüber hinaus kann oftmals auf die administrativen Ressourcen, beispielsweise in den Bereichen der Personalverwaltung, Buchhaltung, Steuern zurückgegrif-

---

<sup>145</sup> Vgl. Pott, Oliver / Pott, Andre (2012), S. 252.

<sup>146</sup> Vgl. Brettel, Malte / u. a. (2005), S. 79 f.

<sup>147</sup> Vgl. Weitnauer, Wolfgang (2011), S. 8.

<sup>148</sup> Vgl. Werner, Horst / Kobabe, Rolf (2007), S. 57.

<sup>149</sup> Sykes, Hollister (1990), S. 38.

<sup>150</sup> Vgl. Brettel, Malte / u. a. (2005), S. 114 f.

fen werden. Diese Form der Unterstützung kann in diesem Umfang weder von einem Business Angel noch von einer klassischen VC-Gesellschaft geleistet werden.<sup>151</sup>

#### 3.2.2.4 Weitere Finanzierungsquellen

Wie in Abbildung 4 ersichtlich, sind Finanzierungen durch einen Business Angel, einen Inkubator oder eine Venture Capital-Gesellschaft in der Regel Formen der Außenfinanzierung und stehen dem Unternehmen als Eigenkapital zur Verfügung. Wie bereits in Kapitel 3.2.2.1 erwähnt, kann eine Finanzierung durch einen Business Angel nicht nur durch Eigenkapital, sondern auch durch eigenkapitalähnliche Mittel erfolgen. Diese wären dann nicht dem Eigenkapital zuzuordnen, sondern dem Bereich der Mezzaninen-Finanzierung. Wie zu Beginn des Kapitels 3.2 definiert, handelt es sich bei Mezzaninen-Kapital um eine Mischform von Eigen- und Fremdkapital,<sup>152</sup> welches je nach Ausgestaltung der wirtschaftlichen und rechtlichen Details entweder eher dem Eigenkapital oder dem Fremdkapital zuzuordnen ist.<sup>153</sup> Die Attraktivität dieser Finanzierungsform liegt darin begründet, dass sie hinsichtlich der Risiko- und Renditeperspektive einen Kompromiss zwischen den reinen Kapitalformen bietet. Seitens des Kapitalgebers besteht die Möglichkeit, an der Wertsteigerung des Unternehmens teilzuhaben und variable Rückzahlungsbedingungen zu formulieren.<sup>154</sup> Für das Gründerteam bietet die Mezzanine-Finanzierung den Vorteil, dass sie prinzipiell günstiger als eine reine Eigenkapitalfinanzierung ist, da die geringere Risikoerwartung des Kapitalgebers zu geringeren Renditeforderungen führt. Gleichzeitig bietet die Mezzanine-Finanzierung die Möglichkeit einen immensen Kapitalbedarf zu decken und dabei eine Verwässerung bestehender Anteile zu verhindern.<sup>155</sup>

Mit fortlaufendem Bestehen des Start-ups und dem Erwirtschaften erster positiver Cash-Flows wird eine Finanzierung durch Fremdkapital möglich. Wie Abbildung 4 zeigt, kann diese Form der Außenfinanzierung in öffentliche Fördermittel und Darlehen unterteilt werden.<sup>156</sup> Wobei jeder klassischen Finanzierungsphase ein bestimmtes staatliches Förderprogramm zugeordnet werden kann.<sup>157</sup>

Grundsätzlich verfolgen öffentliche Förderungen das Ziel, durch direkte Beihilfe und zinsgünstige Darlehen, die Entwicklungskosten bzw. finanzielle Belastungen für Unternehmen

<sup>151</sup> Vgl. ebenda, S. 117 f.

<sup>152</sup> Vgl. Kollmann, Tobias / Kuckertz, Andreas (2003), S. 17.

<sup>153</sup> Vgl. Albach, Horst / u. a. (1986), S. 166 f.

<sup>154</sup> Vgl. Kollmann, Tobias (2014), S. 188.

<sup>155</sup> Vgl. von Boehm-Benzig, Carl-Ludwig (2001), S. 504.

<sup>156</sup> Vgl. Kollmann, Tobias / Kuckertz, Andreas (2003), S. 32 f.

<sup>157</sup> Vgl. Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 65.

und Gründer zu senken und hiermit die Innovationsfähigkeit zu stimulieren.<sup>158</sup> Bei staatlichen Beihilfen in Form nicht rückzahlbarer Zuschüsse, sind jedoch europarechtliche Beihilferegeln einzuhalten.<sup>159</sup>

Neben zinsgünstigen Darlehen oder nicht rückzahlbaren Zuschüssen, können öffentliche Fördermittel auch als offene oder stille Beteiligungen erfolgen. Auch die Subventionierung von Zins- und Tilgungsleistungen sowie die Übernahme von Finanzierungsrisiken durch Haftungsfreistellungen für Banken mittels Bürgschaften stellen eine Form der staatlichen Förderung dar. Eine indirekte Möglichkeit der staatlichen Förderung bieten Refinanzierungsprogramme für Banken, welche diese günstigen Konditionen an Unternehmen weitergeben können.<sup>160</sup> Hervorzuheben sind die Programme zur Stärkung der Eigenkapitalbasis, die insbesondere für Start-ups in der Seed- und Start-up-Phase interessant sind. Diese Programme ermöglichen, durch Verbesserung der Eigenkapitalquote den Zugang zu Fremdkapital in Form von Krediten.<sup>161</sup>

Kommt es Eigenkapitalgebern vor allem auf eine Wertsteigerung ihrer Anteile an, steht für den Fremdkapitalgeber grundsätzlich die vollständige Rückführung des Darlehens inklusive Zinsleistung im Vordergrund.<sup>162</sup> Zu Beginn einer jeden Geschäftstätigkeit liegen noch keine fundierten Informationen über Unternehmenstransaktionen vor. Dadurch ist es für einen Fremdkapitalgeber nur schwer vorhersehbar, inwieweit der Handel eines Unternehmens und seine Finanzströme als konstant bzw. steigend betrachtet werden können. Nur in diesem Fall existiert eine zuverlässig hohe Wahrscheinlichkeit auf Rückzahlung des gewährten Darlehens.<sup>163</sup> Auch verlangen Banken als Fremdkapitalgeber eine Sicherheit z. B. in Form einer ausreichenden Eigenkapitalbasis.<sup>164</sup> Beide Kriterien können Start-ups in der Early Stage nur schwer vorweisen, weshalb ein Darlehen durch eine Sparkasse, Genossenschaftsbank oder Privatbank erst ab der Expansions-Stage bzw. Later-Stage in Betracht kommt.<sup>165</sup>

### 3.3 Aktuelle Finanzierungssituation

Wie in den vorangegangenen Kapiteln herausgearbeitet, spielt die Finanzierung durch Venture Capital, unabhängig davon, ob über den formellen oder informellen Markt beschafft,

---

<sup>158</sup> Vgl. Walter Markus / Zimmermann, Volker (2003), S. 290 f.

<sup>159</sup> Vgl. Kollmann, Tobias (2014), S. 191.

<sup>160</sup> Vgl. Werner, Horst / Kobabe, Rolf (2007), S. 98.

<sup>161</sup> Vgl. Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 63 f.

<sup>162</sup> Vgl. ebenda, S. 79.

<sup>163</sup> Vgl. Kollmann, Tobias (2014), S. 330.

<sup>164</sup> Vgl. Brandkamp, Michael (2003), S. 40.

<sup>165</sup> Vgl. Hahn, Christopher (Hrsg.) (2014), S. 79.



eine bedeutende Rolle in jeder Entwicklungsphase eines Start-ups. Vor allem aber in der Early Stage stellt Venture Capital neben den eigenen Ersparnissen und dem von Freunden und Familie bereitgestellten Kapital oftmals die einzige externe Finanzierungsquelle dar, um den hohen Kapitalbedarf zu decken.<sup>166</sup> Durch die Aufnahme von Beteiligungskapital verbessert sich zusätzlich die Bilanzstruktur und somit die Bonität des Start-ups. In diesem Fall wäre eine mögliche Kreditaufnahme zu einem späteren Zeitpunkt deutlich realistischer.<sup>167</sup> Aufgrund dieser Vorteile und der hohen Bedeutung, wird die aktuelle Finanzierungssituation von Start-ups mit dem Zugang zu Venture Capital beschrieben.

Trotz der genannten Vorteile spielte Private Equity als Oberbegriff für außerbörsliches Beteiligungskapital lange Zeit keine bedeutende Rolle im deutschen Finanzsystem. Erst in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre entstand ein nennenswerter Markt. Bis zur Jahrtausendwende verneunfachte sich das jährlich investierte Volumen auf rund 4,5 Mrd. EUR. Mit dem Platzen der New-Economy-Blase brach der Markt für Private Equity jedoch ein. Vor allem das für diese Arbeit bedeutende Segment des Venture Capital litt stark unter dieser Krise.<sup>168</sup>

Um die Situation der unzureichenden Finanzierung für Start-ups in Deutschland zu verbessern, wurde der High-Tech Gründerfonds (HTGF) im Jahr 2005 im Zuge einer Public-Private-Partnership (PPP) des BMWI, der KfW-Bankengruppe und Industrieunternehmen aufgelegt.<sup>169</sup> Zusätzlich entwickelten das BMWI und die KfW-Bankengruppe mit dem ERP-Startfonds im gleichen Jahr einen weiteren öffentlichen Beteiligungsfonds für die Finanzierung von Start-ups.<sup>170</sup> Trotzdem hat seit dem Ende der New-Economy Euphorie die Finanzierung von Start-ups in Deutschland deutlich an Gewicht verloren. Der Private-Equity Markt in Deutschland hat sich nach der Finanz- und Wirtschaftskrise erholt. Jedoch beherrschten anstelle der Finanzierung von Start-ups große Buy-Out-Geschäfte mit etablierten Unternehmen den Markt.<sup>171</sup>

Im Vergleich zu Deutschland, hat sich der Venture Capital Markt in den USA nach dem Platzen der Dotcom-Blase schnell wieder erholt. Je nach herangezogener Quelle belief sich seitdem das investierte Venture Capital Volumen auf einen Wert zwischen 485 Mrd. und 510 Mrd. US-Dollar. Im gleichen Zeitraum wurden in Europa lediglich zwischen 88 und 175

---

<sup>166</sup> Vgl. Röhl, Klaus-Heiner (2014), S. 1.

<sup>167</sup> Vgl. Werner, Horst / Kobabe, Rolf (2007), S. 14.

<sup>168</sup> Vgl. Metzger, Georg / Bauer, Albrecht (2015), S. 1.

<sup>169</sup> Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (Hrsg.) (o. J.) 3. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>170</sup> Vgl. ebenda (2011), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>171</sup> Vgl. Metzger, Georg / Bauer, Albrecht (2015), S. 2.

Mrd. US-Dollar investiert.<sup>172</sup> Es ist anzunehmen, dass dabei auf das Silicon Valley aufgrund seiner zentralen Stellung im VC-Markt mehr Kapital entfallen ist als auf gesamt Europa.<sup>173</sup>

Ebenso wird der Vorsprung der USA im Bereich Venture Capital deutlich, wenn das jährlich investierte Venture Capital im Bezug zum jeweiligen BIP des Jahres 2014 gesetzt wird. Wie in Abbildung 5 ersichtlich, weist die USA im Jahr 2014 einen siebenmal höheren Anteil der VC-Investitionen bezogen auf das BIP auf als die Bundesrepublik Deutschland. Auch im innereuropäischen Vergleich steht Deutschland mit seinen VC-Investitionen gegenüber den beiden Industrienationen Frankreich und Großbritannien schlechter da.

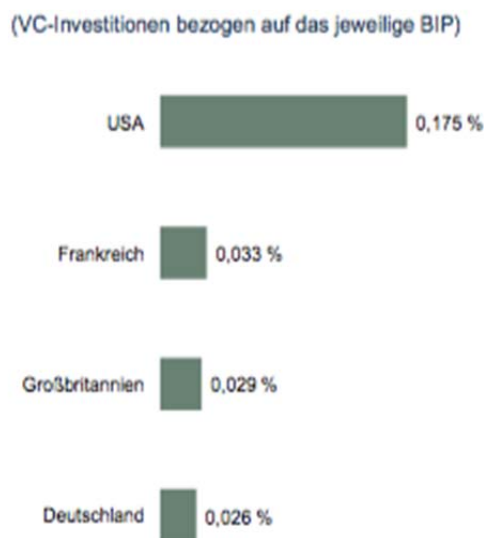


Abbildung 5: Venture Capital Investitionen im Verhältnis zum BIP des Landes im Jahr 2014  
Quelle: Metzger, Georg / Bauer, Albrecht (2015), S. 2.

Bei der Betrachtung des Unternehmenswerts, sind US-amerikanische Start-ups den Europäischen weit voraus. So sind von den 125 Unicorns,<sup>174</sup> 82 aus den USA, 28 aus Asien und nur 13 aus Europa wobei wiederum nur vier in Deutschland gegründet wurden.<sup>175</sup> Trotz dieser Fakten ist anzumerken, dass sich in den letzten Jahren in Europa und Deutschland einiges getan hat.

Wird beispielsweise die Entwicklung der getätigten Venture Capital Investitionen im Zeitraum von 2013 bis zum ersten Halbjahr 2015 (siehe Abbildung 6) betrachtet, ist deutlich zu erkennen, dass ein Umdenken in Europa stattfindet. Betrugen die VC-Investitionen im Jahr

<sup>172</sup> Vgl. Axelson, Ulf / Martinovic, Milan (2013), S. 20.

<sup>173</sup> Vgl. Röhl, Klaus-Heiner (2014), S. 4.

<sup>174</sup> Start-ups deren Bewertung über eine Milliarde US-Dollar liegt. (Vgl. Lee, Aileen (2013), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>175</sup> Vgl. Austin, Scott / u. a. (2015), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

2013 in Europa noch insgesamt ca. 4,9 Mrd. EUR, konnten im darauffolgenden Jahr ein Investitionsvolumen von über 7,5 Mrd. EUR verzeichnet werden. Dies entspricht einem Anstieg von rund 54 %. Auch im ersten Halbjahr 2015 wurden bereits 6,5 Mrd. EUR in europäische Start-ups investiert, was einem Anstieg von etwa 86 % gegenüber dem ersten Halbjahr 2014 entspricht.<sup>176</sup> Unter Berücksichtigung der getätigten Investments nach Ländern, wird deutlich, wie stark Deutschland sich gegenüber seinen europäischen Partner verbessert hat. Während 2013 nur rund 650 Mio. EUR in deutsche Start-ups investiert wurden, beliefen sich die VC-Investments im ersten Halbjahr 2015 schon auf etwa 1,9 Mrd. EUR. Das ist fast eine Verdreifachung des Volumens gegenüber 2013 und entspricht damit bereits zur Jahreshälfte mehr als dem Gesamtjahr 2014. Im Gegensatz dazu erhöhte sich auch das getätigte Investmentvolumen in Großbritannien und Frankreich sowie im Rest Europas. Doch verlief der Anstieg nicht so schnell wie in Deutschland.

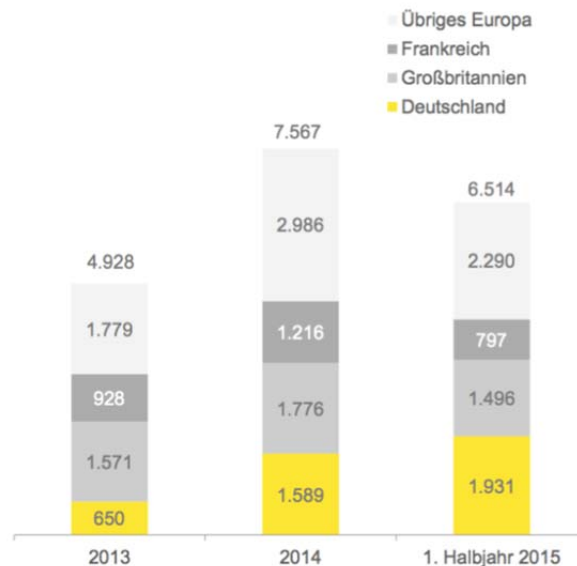


Abbildung 6: Venture Capital Investitionen in Europa im Zeitraum 2013 bis 1. Halbjahr 2015 (Angaben in Mio. EUR)

Quelle: Lennartz, Peter (2015), S. 25.

Das Europa an Attraktivität gewinnt, zeigt auch das gestiegene Engagement bekannter Unternehmen. Immer mehr Industriegrößen wie beispielsweise Siemens oder der französische Telekommunikationsriese Orange legen einen eigenen VC-Fonds (CVC) auf oder investieren in bereits bestehende VC-Fonds. Auch US-Unternehmen wie Google oder Amazon wenden sich mehr Europa zu und eröffnen neue Forschungs- oder Entwicklungszentren.<sup>177</sup>

Erste Effekte dieses Trends sind schon heute erkennbar. Die Lücke zwischen europäischen Start-ups und ihren US-amerikanischen Pendanten ist in Sachen Finanzierung weiterhin groß.

<sup>176</sup> Vgl. Dujin, Anne / u. a. (2015), S. 4

<sup>177</sup> Vgl. Dujin, Anne / u. a. (2015), S. 4.

Jedoch stieg seit 2009 die Anzahl europäischer Start-ups, welche innerhalb der Seed-Phase eine Venture Capital Finanzierung erhalten haben um 600 % an. Gleichzeitig wuchs der Median erfolgreicher Finanzierungen stetig. So konnten im Zeitraum April 2014 bis April 2015 insgesamt 46 Finanzierungen mit einem Volumen mehr als 30 Mio. EUR abgeschlossen werden.<sup>178</sup>

Zusätzlich haben Exits wie beispielsweise die Börsengänge von Zalando (5,3 Mrd. EUR) und Rocket Internet (6,5 Mrd. EUR) sowie die Verkäufe von Quandoo an Japan Recruit (219 Mio. USD) und Wunderkinder an Microsoft (100-200 Mio. USD) das Prestige der europäischen Start-up Szene weiter gestärkt. Laut aktueller Studie, sieht die Unternehmensberatung Roland Berger in diesen mittelgroßen Verkäufen die nähere Zukunft Europas und grenzt damit die europäische Start-up Szene deutlich von der Szene speziell im Silicon Valley ab. So sind etwa zwei Drittel der US-amerikanischen Unicorns bereit für einen IPO, während nicht einmal die Hälfte der europäischen Unicorns IPO-Reife erreicht hat. Doch Größe ist nicht alles. Europäische Start-ups können durch Qualität und Spezialisierung ihren Nachteil gegenüber US-amerikanischen Start-ups ausgleichen. Roland Berger vergleicht diese europäischen Strukturen mit dem deutschen Mittelstandsphänomen. Gemäß oben genannter Studie heißt es, dass beispielsweise deutsche Start-ups wie Sociomantics oder Rhode-Codes nicht unbedingt die attraktivsten Start-ups sind, doch deckt ihr Geschäftsmodell wichtige Lücken im Markt ab.<sup>179</sup>

Wie in Abbildung 6 bereits ersichtlich, hat Deutschland in den letzten Jahren deutlich gegenüber seinen europäischen Partnern aufgeholt. Von diesem Trend hat vor allem die Bundeshauptstadt Berlin profitiert. So konnte Berlin bereits im Jahr 2014 mit 882 Mio. EUR das meiste Venture Capital in Europa akquirieren und löst damit die britische Hauptstadt London als jahrelangen Primus ab (2014: 833 Mio. EUR). Jedoch lag 2014 London mit 149 abgeschlossenen Investitionsrunden gegenüber Berlin mit „nur“ 106 Investitionsrunden deutlich vorne.<sup>180</sup> Wie in Abbildung 7 ersichtlich, hält der Trend aus 2014 weiter an. 2015 entfielen von den 1,9 Mrd. EUR in Deutschland investiertes Venture Capital alleine 1,4 Mrd. EUR auf Berlin und das bei 81 Investitionsrunden. Damit zieht Berlin im ersten Halbjahr 2015 deutlich an London vorbei, welches nur 1,1 Mrd. EUR akquirieren konnte, dies jedoch bei 82 Investitionsrunden. Auf Platz drei folgt die schwedische Hauptstadt Stockholm mit 848 Mio.

<sup>178</sup> Vgl. Dujin, Anne / u. a. (2015), S. 12.

<sup>179</sup> Vgl. ebenda, S. 7 f.

<sup>180</sup> Vgl. Lennartz, Peter (2015), S. 23.

EUR, wobei allein 526 Mio. EUR auf den Musikstreaming-Dienst Spotify entfallen.<sup>181</sup> Auf Platz 4 folgt Paris mit 418 Mio. EUR.

Ein wenig abgeschlagen folgen die beiden restlichen deutschen Vertreter im Top-6 Ranking der europäischen Start-up Städte. Hamburg belegt mit einem Volumen von 195 Mio. EUR bei 9 VC-Investitionen Rang fünf. Hier fällt die Finanzierungsrunde von Kreditech mit über 80 Mio. Euro besonders ins Gewicht. München rangiert mit 119 Mio. EUR bei 13 VC-Investitionen auf dem sechsten Rang.

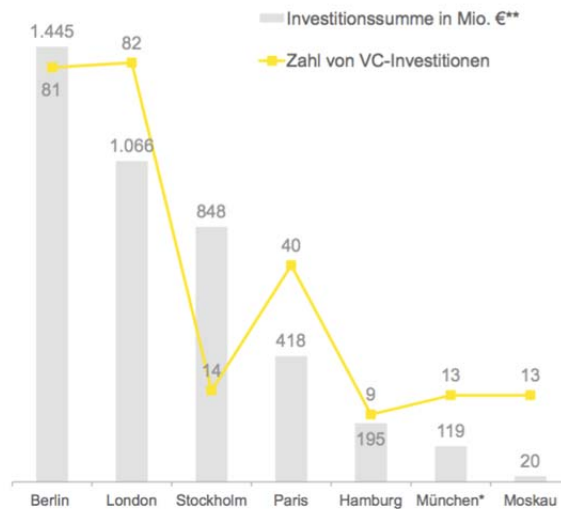


Abbildung 7: Europäischer Städtevergleich bei Venture Capital Volumen und Anzahl der Investitionsrunden für das 1. Halbjahr 2015.

Quelle: Lennartz, Peter (2015), S. 22.

Trotz dieser positiven Entwicklung hat das Finanzierungssystem für Start-ups in Deutschland unverändert strukturelle Defizite. So fehlt es weiterhin vor allem an Kapital in der Early Stage. In dieser Phase, in der das Risiko am höchsten ist, müssen öffentliche VC-Fonds wie der HTGF oder die landeseigenen Förderbanken wie die Investitionsbank Berlin mit Venture Capital bereitstehen.<sup>182</sup> Ohne diese öffentlichen VC-Geber würden viele Start-ups zu Beginn kein Venture Capital erhalten. 2015 gaben im Deutschen Start-up Monitor (DSM) 50,0 % der Start-ups die Venture Capital erhalten haben an, dass sie dieses zum Teil aus öffentlichen Quellen erhalten haben. Auch das Thema Wachstumsfinanzierung stellt viele Start-ups in Deutschland vor erhebliche Probleme. In Deutschland sind zu wenige Investoren vorhanden, welche Investments im Rahmen zwischen 2 Mio. und 5 Mio. EUR tätigen können, gleichzei-

<sup>181</sup> Vgl. Dujin, Anne / u. a. (2015), S. 4.

<sup>182</sup> Vgl. Nöll, Florian (2015), 3. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

tig ist der Anteil ausländischer Investoren in Deutschland mit rund 23 % gegenüber 77 % inländischer Investoren vergleichsweise gering.<sup>183</sup>

Es wird deutlich, dass Deutschland und vor allem Berlin an der europäischen Konkurrenz vorbeigezogen ist. Doch gegenüber den USA ist der Abstand auch weiterhin groß. Wie groß zeigt das Beispiel des amerikanischen Fahrdienstes Uber. Dieser hat alleine im Jahr 2014 ca. 3 Mrd. USD eingesammelt<sup>184</sup> und kommt nach einer weiteren Finanzierungsrunde im Jahr 2015 in Höhe von einer Milliarde US-Dollar auf eine derzeitige Bewertung von 50 Mrd. USD. Wobei eine weitere Finanzierungsrunde in diesem Jahr angedacht ist, wodurch Uber eine Bewertung von 70 Mrd. USD hätte.<sup>185</sup> Dem gegenüber wirkt der angekündigte Börsengang des Berliner Start-ups HelloFresh mit einer aktuellen Bewertung von 2,6 Mrd. EUR eher bescheiden.<sup>186</sup>

## **4 Rechtliche Grundlagen der Investmentbesteuerung und Auswirkungen der Reform**

### **4.1 Status quo**

Eine Reform der Investmentbesteuerung beschäftigt den Deutschen Gesetzgeber schon seit über drei Jahren.<sup>187</sup> Diesem Prozess ging ein Urteil des Europäischen Gerichtshofs (EuGH) vom 20. Oktober 2011 (Rs. C- 284/09) voraus, wonach die deutschen Kapitalertragssteuer-Regelungen gegen die europäische Kapitalverkehrsfreiheit verstießen.<sup>188</sup>

Zu diesem Zeitpunkt mussten ausländische Anteilseigner, die weniger als 10 % an einer deutschen Kapitalgesellschaft hielten, bei einer Ausschüttung Kapitalertragssteuer entrichten, welche sie nicht erstattet bekommen hätten (§ 26 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 KStG i. V. m. §§ 34c, 50d EStG). Hingegen wurde in Deutschland ansässigen Kapitalgesellschaften die abgeführte Kapitalertragssteuer aufgrund des Veranlagungsverfahrens erstattet (§ 8b Abs. 2 S. 1 KStG). Um diesem Urteil zu entsprechen, hat sich der Gesetzgeber dazu entschieden, ausschließlich Dividenden, nicht aber Veräußerungsgewinne mit der Körperschaftssteuer zu belegen. Schon damals war das wesentliche Motiv, die für die Start-up Szene wichtige Finanzierungsquelle der Business Angels nicht stärker zu belasten.<sup>189</sup> Auf Drängen des Bundesrats hat sich die damalige Bundesregierung jedoch dazu bereit erklärt, ergebnisoffen zu prüfen, wie künftig

<sup>183</sup> Vgl. Ripsas, Sven / Tröger, Steffen (2015), S. 48 f.

<sup>184</sup> Vgl. Nöll, Florian (2015), 6. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>185</sup> Vgl. Picker, Leslie / Isaac, Mike (2015), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>186</sup> Vgl. Kyriasoglou, Christina (2015), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>187</sup> Vgl. Hofmann, Alex (2015), 2. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>188</sup> Vgl. EuGH (Erste Kammer): Urteil vom 20.10.2011, C-284/09, NZG 2011, 1313.

<sup>189</sup> Vgl. Hofmann, Alex (2013), 3. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

mit Veräußerungsgewinnen aus Streubesitzbeteiligungen verfahren werden soll.<sup>190</sup> Mit dem Diskussionsentwurf zur Reform der Investmentbesteuerung hat das von Wolfgang Schäuble geführte Bundesministerium der Finanzen (BMF) am 22. Juli 2015 nun erneut einen Vorschlag gemacht, der eine Änderung des Körperschaftssteuergesetzes (KStG) vorsieht.<sup>191</sup>

Um die Auswirkungen dieses Reformvorschlages auf die Start-up Szene darzustellen, wird im Nachfolgenden zunächst die derzeitige Rechtsprechung vorgestellt. Im Anschluss behandelt diese Arbeit dann den Reformvorschlag des BMF. Des Weiteren wird die britische Rechtsprechung für diese Thematik kurz dargestellt. Die britische Regierung hat mit dem im Jahr 1994 verabschiedeten Enterprise Investment Scheme (EIS) und dem seit einigen Jahren geltenden Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) einen anderen Weg eingeschlagen als der deutsche Gesetzgeber.<sup>192</sup> Dieser wird von einigen deutschen Interessenvertretern als sinnvolle Lösung der behandelten Problematik angesehen.<sup>193</sup> Vor allem unter dem Gesichtspunkt der vom deutschen Gesetzgeber vertretenen Alternativlosigkeit aufgrund der europäischen Beihilferegulungen<sup>194</sup> scheint es sinnvoll, sich mit der Lösung eines europäischen Nachbarn zu beschäftigen, welche sich zum deutschen Entwurf deutlich unterscheidet und trotzdem dem europäischen Beihilferegulungen entspricht.

#### 4.1.1 In Deutschland

Nach derzeitig geltender Rechtsprechung werden Gewinne, die eine Kapitalgesellschaft aus der Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen erzielt, privilegiert besteuert. Aus diesem Grund halten in der Regel Business Angels und Gründer als natürliche Personen ihre Beteiligung an einem Start-up nicht direkt, sondern mittelbar über eine Kapitalgesellschaft in der Rechtsform einer GmbH oder UG (haftungsbeschränkt).<sup>195</sup>

Im Falle einer Direktbeteiligung (mindestens 1% innerhalb der letzten fünf Jahre) werden die Veräußerungsgewinne im sogenannten „Teileinkünfteverfahren“ besteuert. Dies bedeutet, dass die Veräußerungsgewinne nur in Höhe von 60 % mit dem persönlichen Steuersatz des Gesellschafters besteuert werden (§§ 17 Abs. 1 S. 1, 3 Nr. 40 a) S. 1 EStG). Die restlichen 40 % bleiben steuerfrei. So würde im Rahmen eines Veräußerungsgewinns von beispielsweise 550.000 EUR der Steuersatz bei ca. 45 % (inkl. Solidaritätszuschlag) liegen (§ 32a Abs. 1 S.

<sup>190</sup> Vgl. Deutscher Bundestag: Plenarprotokoll 17/225, Anlage 4, S. 284 f.

<sup>191</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (2015), S. 30 f.

<sup>192</sup> Vgl. Business Angels Netzwerk Deutschland e. V. (2014), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>193</sup> Vgl. Nöll, Florian / Szarowicz, Tobias (2015), S. 16.

<sup>194</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (2015), S. 91 f.

<sup>195</sup> Vgl. Nöll, Florian / Szarowicz, Tobias (2015), S. 3 f.

2 Nr. 5 EStG) Der effektive Steuersatz würde sich aufgrund des Teileinkünfteverfahrens auf etwa 27 % belaufen ( $=60 \% \times 0,45 + 40 \% \times 0$ ). Im Falle einer mittelbaren Beteiligung durch die Struktur einer Holding sind Veräußerungsgewinne aus Streubesitzbeteiligungen auf dieser Ebene zu 95 % steuerbefreit. Die restlichen 5 % würden der regulären Besteuerung durch Körperschafts- und Gewerbesteuer unterliegen (§ 8b Abs. 1 S. 1, Abs. 5 S.1 KStG). Für Berlin würde sich die Steuerlast bei diesem Beispiel auf 30,175 % belaufen. Der Rechenweg ist dem Anhang zu entnehmen.

Aufgrund dieser Struktur würde der effektive Steuersatz bei lediglich 1,5 % ( $= 95 \% \times 0 + 5 \% \times 30,175\%$ ) liegen. Erst wenn die Holding den Gewinn als Dividende an den Kapitalgeber ausschüttet, unterliegt dieser der Kapitalertragssteuer in Höhe von 25 % (§§ 43 Abs. 1, S. 1 Nr. 1a i. V. m 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG).

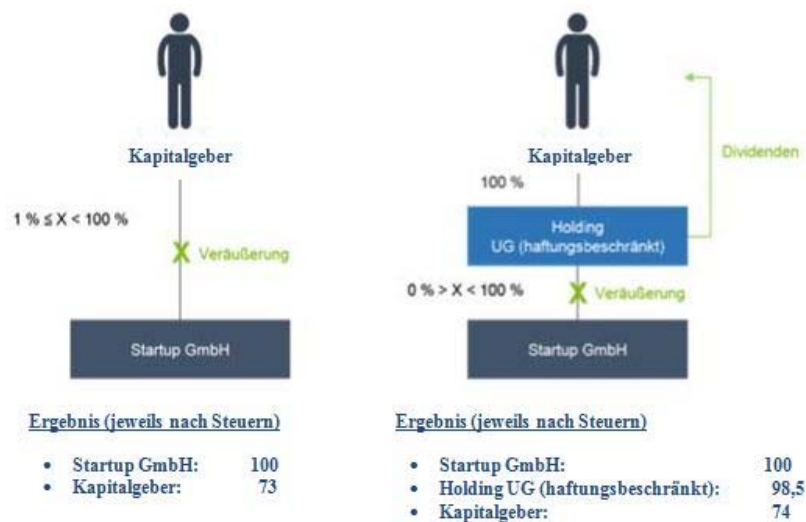


Abbildung 8: Aktuelle Rechtsprechung für die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen aus Streubesitzbeteiligungen

Quelle: In Anlehnung an: Dümichen, Tim / Kawka, Lukas (2015), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

Wie sich dies auswirkt wird deutlich, wenn die Steuerlast einer Direktbeteiligung im Vergleich zu einer mittelbaren Beteiligung durch eine Holding dargestellt wird (siehe Abbildung 8). So würden auf Ebene der Holding bei einer Steuerlast von 1,5 % noch 98,5 % des Veräußerungsgewinns übrigbleiben. Dem gegenüber verbleiben bei einer Direktbeteiligung aufgrund des anzuwendenden Teileinkünfteverfahrens nur 73 %. Sollte der Veräußerungsgewinn bei einer mittelbaren Beteiligung an den Kapitalgeber ausgeschüttet werden, müsste auf den restlichen Betrag des Veräußerungsgewinns nach geltender Rechtsprechung die Kapital-



ertragssteuer in Höhe von 25 % geleistet werden. Wie in Abbildung 8 ersichtlich, beläuft sich dann die zu zahlende Steuerlast auf ein annähernd gleiches Niveau wie dies bei einer Direktbeteiligung der Fall ist.

Somit entsteht durch die aktuelle Rechtsprechung unabhängig von der Höhe der Beteiligung ein deutlicher Liquiditätsvorteil durch die Gestaltung einer Holding-Struktur. Dieser mitunter deutlich höhere Betrag nach Steuern kann beispielsweise im Anschluss dazu genutzt werden, um in weitere Start-ups zu investieren.<sup>196</sup>

#### **4.1.2 In Großbritannien**

Das Enterprise Investment Scheme (EIS) wurde als Nachfolge-Programm des Business Expansion Scheme (BES) im Jahre 1994 verabschiedet. Ziel des Programms war es, private Investitionen in nicht börsennotierte Unternehmen zu fördern. Um dies zu ermöglichen, gewährt das EIS Investoren Steuervergünstigungen.<sup>197</sup>

Jeder Investor besitzt die Möglichkeit 30 % seiner Investitionen, maximal jedoch bis zu einer Investitionssumme von einer Mio. britischer Pfund pro Jahr, gegen seine Einkommensschuld aufrechnen zu lassen (Section 158, Subsection 1 ITA 2007). Das entspricht einem Betrag von jährlich maximal 300.000 GBP (=1,0 Mio. GBP x 30 %). Weiterhin besteht eine sogenannte Carry Back Möglichkeit, wodurch Steuerschulden der vorigen Jahre durch Investitionen in EIS-förderfähige Unternehmen vermindert werden können (Section 158, Subsection 4 ITA 2007). Außerdem sind nach einer Haltefrist von drei Jahren Veräußerungsgewinne vollständig von der Kapitalertragssteuer befreit. Bei Veräußerungsverlusten besteht die Möglichkeit diese gegen die sonstigen Einkünfte gegenzurechnen (Section 161, Subsection 1 ITA 2007).

Der britische Gesetzgeber versteht dabei unter förderfähigen Unternehmen gemäß EIS solche Unternehmen, deren Bilanzsumme < 15 Mio. GBP beträgt (Section 186, Subsection 1 ITA 2007). Darüber hinaus darf das Unternehmen inkl. möglicher Tochtergesellschaften nicht mehr als 250 Vollzeit Mitarbeiter beschäftigen (Section 186A, Subsection 1 ITA 2007). Der Fokus des EIS liegt dabei insbesondere auf technologieorientierten Unternehmen, die nicht an einer amtlichen Börse gelistet sind (Section 184, Subsection 1a ITA 2007). Letzte Voraussetzung um die Möglichkeit der Steuervergünstigungen gemäß EIS zu nutzen ist, dass innerhalb von 12 Monaten in das Unternehmen nicht mehr als 5 Mio. GBP investiert wurden.<sup>198</sup>

<sup>196</sup> Vgl. Dümichen, Tim / Kawka, Lukas (2015), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

<sup>197</sup> Vgl. Alliotts Chartered Accountants & Business Advisors (Hrsg.) (o. J.), S. 1.

<sup>198</sup> Vgl. Jackson, Peter / u. a. (o. J.), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

Als Ergänzung zum EIS wurde das vom britischen Schatzkanzler George Osborne in seiner Herbstansprache im Jahr 2011 angekündigte Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) im Jahr 2012 eingeführt.<sup>199</sup> Ähnlich wie das EIS, soll das SEIS durch Steuervergünstigungen Anreize für Investoren schaffen. Dabei umfasst das SEIS Unternehmen, die sich in der Early Stage befinden. Ziel des SEIS war es, die besonders in dieser Phase der Unternehmensentwicklung schwierige Beschaffung von Kapital zu erleichtern.<sup>200</sup>

Ähnlich wie bei EIS dürfen Unternehmen die nach dem SEIS förderfähig sind nicht an der Börse gelistet sein, wobei der Alternative Investment Market (AIM) nicht als Börse im Sinne des SEIS gilt (Section 257DF, Subsection 1a FA 2012). Abweichend vom EIS dürfen die Unternehmen bei SEIS nicht mehr als 25 Vollzeit Mitarbeiter beschäftigen (Section 257DJ, Subsection 1 FA 2012). Auch die maximal zulässige Bilanzsumme ist mit 200.000 GBP weitaus geringer (Section 257DI, Subsection 1 FA 2012). Wichtig hierbei ist vor allem, dass das Unternehmen vor dem Investment noch kein Venture Capital erhalten hat (Section 257DK, Subsection 1 FA 2012) und nicht älter als zwei Jahre ist (Section 257 HF, Subsection 1& 2 FA 2012). Auch darf die Summe der getätigten Investments den Betrag von 150.000 GBP nicht übersteigen (Section 257DL, Subsection 1 FA 2012). Entsprechend der Regelungen beim EIS, darf der Investor nicht mehr als 30 % der Unternehmensanteile besitzen und auch sonst keine Kontrollrechte besitzen (Section 257BF, Subsection 1 FA 2012).

Werden diese Voraussetzungen erfüllt, können 50 % des Investments auf die Einkommenssteuerschuld angerechnet werden. Wobei sich das jährliche Maximalinvestment auf 100.000 GBP beläuft (Section 257AB, Subsection 3 FA 2012). Demnach kann ein Investor bis zu 50.000 GBP gegen seine persönliche Steuerschuld aufrechnen (100.000 GBP x 50 %). Analog zum EIS sind beim SEIS, vorbehaltlich der Haltefrist, Veräußerungsgewinne von der Kapitalertragssteuer befreit. Selbiges gilt für Veräußerungsverluste (Section 257AE, Subsection 1 FA 2012).

Dass diese Formen der hauptsächlich indirekten Fördermaßnahmen der britischen Regierung erfolgreich sind, zeigt eine gemeinsame Studie der UK Business Angels Association (UK-BAA) und der Beratungsgesellschaft Deloitte aus dem Jahre 2013. Die durchgeführte Studie hat ergeben, dass mehr als 70 % der befragten Business Angels aufgrund des SEIS und EIS neue Investitionen in Start-ups getätigt haben.<sup>201</sup>

---

<sup>199</sup> Vgl. Alliotts Chartered Accountants & Business Advisors (Hrsg.) (o. J.), S. 9.

<sup>200</sup> Vgl. HM Revenue & Customs (Hrsg.) (2013), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>201</sup> Vgl. Fletcher, Paul / Patemann, Lea (2013), S. 9.

#### 4.2 Reformentwurf der Investmentbesteuerung vom 22. Juli 2015

Nachdem bereits im Rahmen der Umsetzung des EuGH Urteils vom 20. Oktober 2011 durch die Aufhebung der Steuerbefreiung auf Streubesitzdividenden nach § 8b Abs. 1 KStG eine Angleichung inländischer und ausländischer Körperschaften stattgefunden hat, verpflichtete sich die damalige Bundesregierung in einer Protokollerklärung zur oben genannten Gesetzesänderung, im Rahmen einer grundlegenden Reform der Investmentbesteuerung die künftige Behandlung von Veräußerungsgewinnen aus Streubesitzbeteiligungen ergebnisoffen zu prüfen.<sup>202</sup> Mit Schreiben vom 22. Juli 2015 veröffentlichte das Bundesministerium der Finanzen einen Diskussionsentwurf zur Reform der Investmentbesteuerung. Wie angekündigt, enthält dieser auch einen Vorschlag zur Neuregelung der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen aus Streubesitzbeteiligungen.<sup>203</sup> Im Gegensatz zu früheren Reformvorschlägen sieht der Diskussionsentwurf vom 22. Juli 2015 durch die Einführung des § 26a KStG eine Steuerermäßigung für den Bereich des Venture Capital in Deutschland vor.<sup>204</sup>

Im Rahmen der geplanten Neuregelung sollen Gewinne aus der Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen durch Kapitalgesellschaften auch grundsätzlich weiterhin zu effektiven 95 % steuerfrei bleiben. Diese Regelung soll zukünftig jedoch nicht mehr für Streubesitzbeteiligungen gelten (§ 8b Abs. 4 S. 1 KStG). Gemäß des Reformvorschlages liegt eine Streubesitzbeteiligung vor, wenn eine Beteiligung zu Beginn des Kalenderjahres weniger als 10 % des Grund- oder Stammkapitals betragen hat.<sup>205</sup> Eine Ausnahme für den unterjährigen Erst- oder Hinzuerwerb einer 10 %-Beteiligung ist nicht vorgesehen.<sup>206</sup>

Diese Neuregelung würde zu folgenden Veränderungen führen, die beispielhaft in Abbildung 9 dargestellt sind. Wie in Abbildung 8 wird auch in Abbildung 9 die Besteuerung einer Direktbeteiligung und einer mittelbaren Beteiligung gegenübergestellt. Die Besteuerung im Falle einer Direktbeteiligung bleibt durch die geplante Gesetzesreform unberührt, sodass auch weiterhin im Rahmen des Teileinkünfteverfahrens die effektive Steuerlast bei 27 % liegt. Hingegen kommt es auf Seiten der mittelbaren Beteiligung durch eine Holding-Struktur zu einigen Veränderungen. So würde gemäß des Reformentwurfes der Veräußerungsgewinn

<sup>202</sup> Vgl. Deutscher Bundestag: Plenarprotokoll 17/225, Anlage 4, S. 284 f.

<sup>203</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (2015), S. 30.

<sup>204</sup> Vgl. Dümichen, Tim / Kawka, Lukas (2015), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

<sup>205</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (2015), S. 92.

<sup>206</sup> Vgl. Dümichen, Tim / Kawka, Lukas (2015), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

auf Ebene der Holding bereits der vollen Besteuerung durch Körperschafts- und Gewerbesteuer unterliegen (§ 8b Abs. 4 S. 1 KStG).<sup>207</sup>

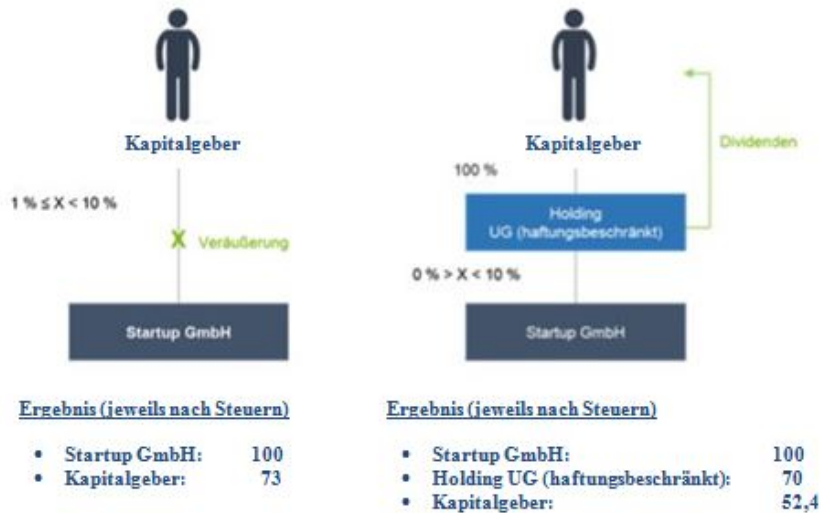


Abbildung 9: Geplante Besteuerung von Veräußerungsgewinnen aus Streubesitzbeteiligungen auf Grundlage des Diskussionsentwurfes des BMF vom 22. Juli 2015  
Quelle: In Anlehnung an: Dümichen, Tim / Kawka, Lukas (2015), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

Handelt es sich bei der Holding um eine in Berlin steuerpflichtige Kapitalgesellschaft, müsste demnach der Veräußerungsgewinn aus einer Streubesitzbeteiligung mit einem Steuersatz von 30,175 % besteuert werden. Zur Vereinfachung liegt dem in Abbildung 9 gewählten Beispiel jedoch nur ein Steuersatz von 30 % zu Grunde. Bei einer vollen Steuerpflicht auf die Veräußerungsgewinne würden auf Ebene der Holding demnach nur 70 % des erzielten Veräußerungsgewinns zur Verfügung stehen. Trotz der Besteuerung auf Ebene der Holding, müsste der Kapitalgeber im Falle einer „Weiterleitung“ des Veräußerungsgewinnes auf den übrigen Betrag die volle Kapitalertragssteuer in Höhe von 25 % entrichten. Dies würde dazu führen, dass der Kapitalgeber am Ende nur noch 52,5 % des erzielten Veräußerungsgewinnes erhält. Das Beispiel zeigt deutlich, dass der Kapitalgeber, der aufgrund der noch geltenden Rechtslage mit Hilfe einer Holding-Struktur einen Liquiditätsvorteil erzielen wollte, durch die geplante Gesetzesänderung einen deutlichen Steuernachteil gegenüber einer Direktbeteiligung hätte.

Da es in der Praxis nur selten vorkommt, dass ein Gesellschafter im Falle der Veräußerung von Anteilen an einem Start-up die für die Steuerbefreiung erforderliche Mindestbeteili-

<sup>207</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (2015), S. 30.

gungsquote von 10 % erfüllt,<sup>208</sup> möchte der Gesetzgeber im Rahmen seines Reformentwurfes den § 26a KStG einführen. Dieser beabsichtigt, dass eine Steuerermäßigung von Veräußerungsgewinnen aus Streubesitzbeteiligungen unter bestimmten Voraussetzungen weiterhin möglich ist.<sup>209</sup>

So sieht der Gesetzgeber vor, dass auf Antrag des Steuerpflichtigen (Kapitalgeber) die auf den Veräußerungsgewinn aus einer Streubesitzbeteiligung zu zahlende Körperschaftssteuer in Höhe von 15 % ermäßigt werden kann (§ 26a Abs. 1 KStG). Gemäß dem Diskussionsentwurfes des BMF muss es sich bei der Streubesitzbeteiligung dabei um ein beihilfefähiges Unternehmen im Sinne der „Leitlinie für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierung“ vom 22. Januar 2014 handeln.<sup>210</sup> Gemäß der EU-Leitlinie handelt es sich dabei um kleine Unternehmen mittlerer Kapitalisierung<sup>211</sup> und innovative Unternehmen mittlerer Kapitalisierung.<sup>212</sup> Der Diskussionsentwurf des BMF hebt hervor, dass es sich dabei insbesondere um Start-ups handelt.<sup>213</sup>

Handelt es sich bei der Streubesitzbeteiligung um eine Beteiligung an einem beihilfefähigen Unternehmen gemäß der EU-Richtlinie, kann die Körperschaftssteuer auf den zu zahlenden Veräußerungsgewinn um 30 % der Anschaffungskosten des veräußerten Anteils, maximal jedoch um die zu zahlende Körperschaftssteuer gemindert werden (§ 26a Abs. 2 KStG).<sup>214</sup> Zu den Anschaffungskosten gehören entsprechend derzeitig geltender Rechtsprechung grundsätzlich die Kosten, die für den Erwerb des Vermögensgegenstandes, in diesem Fall der Beteiligung, notwendig sind. Dies schließt auch etwaige Nebenkosten ein (§ 255 Abs. 1 HGB). Eine vergleichbare Steueranrechnung für die zu entrichtende Gewerbesteuer sieht das BMF in seinem Diskussionsentwurf nicht vor.<sup>215</sup> Handelt es sich bei der Beteiligung um ein beihilfefähiges Unternehmen, müssen gemäß des Reformvorschlages sechs weitere Voraussetzungen kumulativ erfüllt sein, um die Steuerermäßigung gemäß § 26a Abs. 2 KStG zu erhalten.<sup>216</sup>

---

<sup>208</sup> Vgl. Dümichen, Tim / Kawka, Lukas (2015), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

<sup>209</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (2015), S. 94 f.

<sup>210</sup> Vgl. ebenda, S. 31.

<sup>211</sup> Vgl. EU-Kommission: Richtlinie vom 22. 01.2014, C 19/04, Nr. 69.

<sup>212</sup> Vgl. ebenda, Nr. 72.

<sup>213</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (2015), S. 95.

<sup>214</sup> Vgl. ebenda, S. 31

<sup>215</sup> Vgl. ebenda, S. 93 f.

<sup>216</sup> Vgl. ebenda, S. 31.

So muss es sich gemäß § 26a Abs. 3 Nr. 1 KStG bei dem veräußerten Anteil „um ein(en) neu ausgegebenen Anteil mit Stimmrechten an dem beihilfefähigen Unternehmen handeln.“<sup>217</sup> Weiterhin muss der zu veräußernde Anteil entweder im Rahmen der Unternehmensgründung oder im Wege einer Kapitalerhöhung erworben werden. Erfolgt der Erwerb im Rahmen einer Kapitalerhöhung, so muss es sich um eine erstmalige Beteiligung des Veräußerers (Kapitalgeber) an dem beihilfefähigen Unternehmen handeln (§ 26 Abs. 3 Nr. 2 KStG). Gemäß der Neuregelung muss außerdem der zu veräußernde Anteil mindestens drei Jahre gehalten werden (§ 26a Abs. 3 Nr. 3 KStG). Des Weiteren darf das beihilfefähige Unternehmen nicht zum amtlichen Handel zugelassen oder an einem geregelten notierten Markt notiert sein (§ 26 Abs. 3 Nr. 4 KStG). Außerdem darf sich das beihilfefähige Unternehmen nicht in wirtschaftlichen Schwierigkeiten gemäß den Leitlinien der Gemeinschaft für staatliche Beihilfen zur Rettung und Umstrukturierung von Unternehmen in Schwierigkeiten vom 01. Oktober 2014 befinden (§ 26a Abs. 3 Nr. 5 KStG). Gemäß der Leitlinien befindet sich demnach ein Unternehmen in wirtschaftlichen Schwierigkeiten, wenn zum einen die Hälfte des gezeichneten Kapitals verschwunden und hiervon zum anderen 25 % allein während der letzten zwölf Monate verloren gegangen ist.<sup>218</sup> Letzte zu erfüllende Voraussetzung für die Möglichkeit der Steuerermäßigung ist, dass der Erwerb der Anteile am beihilfefähigen Unternehmen nicht bereits gefördert oder bezuschusst wurde oder die Gesamtinvestition für das Unternehmen nicht den festgesetzten Höchstbetrag gemäß der europäischen Risikofinanzierungsbestimmungen der Verordnung Nr. 651/2014 vom 17. Juni 2014 übersteigt (§ 26a Abs. 3 Nr. 6 KStG). All diese Voraussetzungen sind gemäß § 26 Abs. 3 KStG vom Steuerpflichtigen (Kapitalgeber) durch geeignete Unterlagen nachzuweisen.<sup>219</sup>

Das nachfolgende Beispiel zeigt, wie sich eine 30 %-ige Steuerermäßigung der Anschaffungskosten bei Erfüllung aller Voraussetzungen gemäß § 26a Abs. 3 KStG auf die zu zahlende Steuerlast auswirkt und setzt diese in einen Vergleich zur geltenden Rechtsprechung.

#### Beispiel:

Im Rahmen einer Kapitalerhöhung erwirbt der Business Angel A über seine Holding GmbH erstmalig einen 5 %-igen Anteil an der Start-up GmbH. Dafür zahlt er einen Nominalbetrag von 10.000 EUR und entrichtet eine Zahlung von 90.000 EUR an die Kapitalrücklagen der Start-up GmbH. Nach fünf Jahren veräußert A seine gesamten Anteile an der Start-up GmbH

---

<sup>217</sup> Ebenda, S. 31.

<sup>218</sup> Vgl. EU-Kommission: Richtlinie vom 01.10.2004, C 244/02, Art. 2.1.

<sup>219</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (2015) S. 31.

für 1,1 Mio. EUR. Damit erzielt die Holding GmbH einen Veräußerungsgewinn von einer Million Euro. Nach geltender Rechtsprechung wären 95 % dieses Veräußerungsgewinns steuerfrei. Lediglich die restlichen 5 % unterliegen der Besteuerung von Körperschafts- und Gewerbesteuer. Wie in den vorangegangenen Beispielen beläuft sich auch in diesem Beispiel zur Vereinfachung die Summe aus Körperschafts- und Gewerbesteuer auf 30 %. Damit würde sich der Steuersatz auf effektiv 1,5 % belaufen, was auf der Ebene der Holding GmbH einer Gesamtsteuerlast von 15.000 Euro entsprechen würde.

Unter der Annahme, dass alle Voraussetzungen für die Steuerermäßigung nach der geplanten Neuregelung erfüllt sind, würde sich die Steuerlast auf Ebene der Holding entsprechend verändern. So müsste auf Ebene der Holding der Veräußerungsgewinn zunächst voll besteuert werden. Die KSt (15 %) beträgt zunächst 150.000 EUR und die GewSt (15% = 30% - 15 % KSt) ebenfalls 150.000 EUR. Gemäß der geplanten Gesetzesänderung, können auf Antrag 30 % der Anschaffungskosten auf die Körperschaftssteuer angerechnet werden. Die Anschaffungskosten von A betragen 100.000 EUR (10.000 EUR + 90.000 EUR). Demnach können maximal 30.000 EUR (= 100.000 EUR x 30 %), auf die Körperschaftssteuer angerechnet werden. Durch die Steuerermäßigung würde sich die Körperschaftssteuer auf einen Betrag von 120.000 EUR (150.000 EUR – 30.000 EUR) reduzieren. Die Gewerbesteuerbelastung in Höhe von 150.000 EUR bleibt weiterhin bestehen. Die Gesamtsteuerbelastung auf Ebene der Holding GmbH würde demnach 270.000 EUR betragen, im Vergleich zu 15.000 EUR gemäß aktueller Rechtslage.<sup>220</sup>

### 4.3 Kritische Würdigung des Reformentwurfes

Bei einer Gegenüberstellung der zu entrichtenden Steuerlast auf Veräußerungsgewinne aus Streubesitzbeteiligungen der in Abbildung 8 (aktuelle Rechtsprechung) und Abbildung 9 (geplante Gesetzesreform) veranschaulichten Beispielen wird deutlich, dass die geplante Gesetzesänderung zu einer deutlichen Steuer Mehrbelastung für private Investoren, die ihre Investments über eine Kapitalgesellschaft tätigen, führt. Auch die mit dem neu einzuführenden § 26a KStG geplante Steuerermäßigung wirkt sich, wie das letzte Beispiel aus Kapitel 4.2 verdeutlicht, eher marginal auf die zu zahlende Steuerlast aus. Darüber hinaus ist die geplante Steuerermäßigung nach § 26a KStG an sechs kumulativ zu erfüllende Bedingungen geknüpft,

---

<sup>220</sup> Vgl. Dümichen, Tim / Kawka, Lukas (2015), S. 5 (siehe Internetverzeichnis).

die alle seitens des Steuerpflichtigen (Kapitalgeber) mit geeigneten Unterlagen zu beweisen sind.<sup>221</sup>

Treffen würde diese Gesetzesänderung vor allem die für die Finanzierung von Start-ups in Deutschland so wichtige Quelle der Business Angels. So hat eine Studie des Bundesverbands Deutsche Startups e. V. unter 1789 Business Angels-Beteiligungen ergeben, dass lediglich 12,6 % der Beteiligungen größer als 10 % sind. Darüber hinaus nutzen 81 % der befragten Business Angels eine Kapitalgesellschaft, um die erzielten Veräußerungsgewinne ungeschmälert in weitere Start-ups zu investieren. Die Gesetzesreform würde somit einen Großteil der Business Angels betreffen.<sup>222</sup>

Der hohe Stellenwert von Business Angels für die Start-up Finanzierung in Deutschland wird durch den Deutschen Startup Monitor 2015 nochmals hervorgehoben. So gaben 30 % der befragten Start-ups an, dass sie Kapital von einem Business Angel erhalten haben. Damit stellt die Finanzierung durch Business Angel in diesem Jahr die zweitwichtigste Finanzierungsquelle nach „Friends & Family“ dar.<sup>223</sup> Auch die VC-Finanzierung durch öffentliche Kapitalgeber wie die landeseigenen Förderbanken oder durch den HTGF, wäre indirekt von der Gesetzesänderung betroffen. So agieren diese (halb-)staatlichen VC-Investoren häufig nach dem Co-Finanzierungsprinzip, was die Gewährung von öffentlichen Fördermitteln an die Höhe privater Beteiligungsinvestitionen wie beispielsweise durch Business Angels knüpft.<sup>224</sup> Jedes zweite Start-up im Startup Monitor gab an, öffentliches Venture Capital erhalten zu haben. Jedoch gaben nur 12,5 % der Start-ups an, ausschließlich Venture Capital von öffentlichen Investoren erhalten zu haben.<sup>225</sup> Im schlimmsten Fall könnte die Gesetzesänderung dazu führen, dass öffentliche Finanzierungsprogramme aufgrund des von Business Angels geringeren investierten Kapitals ins Leere laufen. In der Konsequenz könnte dies dazu führen, dass der Start-up Finanzierung gleich zwei tragende Säulen wegbrechen.<sup>226</sup>

Wie aus der Begründung des Diskussionsentwurfs des BMF hervorgeht, ist sich der Gesetzgeber dieser Auswirkungen durchaus bewusst, weshalb auch der Ausnahmetatbestand des § 26a KStG geschaffen wurde.<sup>227</sup> Bevor jedoch die einzelnen Voraussetzungen für die Ge-

---

<sup>221</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (2015), S. 31.

<sup>222</sup> Vgl. Nöll, Florian / Szarowicz, Tobias (2015), S. 3 f.

<sup>223</sup> Vgl. Ripsas, Sven / Tröger, Steffen (2015), S. 43.

<sup>224</sup> Vgl. Nöll, Florian / Szarowicz, Tobias (2015), S. 2.

<sup>225</sup> Vgl. Ripsas, Sven / Tröger, Steffen (2015), S. 49.

<sup>226</sup> Vgl. Nöll, Florian / Szarowicz, Tobias (2015), S. 2.

<sup>227</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (2015), S. 93 f.



währung der Steuerermäßigung kritisch gewürdigt werden, erfolgt zunächst eine grundsätzliche Bemerkung über den Diskussionsentwurf des BMF.

Als Begründung für die künftige steuerliche Gleichbehandlung von Veräußerungsgewinnen und Streubesitzdividenden nennt der Gesetzgeber, dass eine Veräußerung von Beteiligungen einer Ausschüttung aller auf diese Beteiligung entfallenden offenen Rücklagen und stillen Reserven gleichkommt. Daher sei eine Gleichbehandlung systematisch gerechtfertigt. Darüber hinaus würde durch diesen Schritt die Möglichkeit der Umgehung der Steuerpflicht von Streubesitzdividenden vermieden.<sup>228</sup>

Der Gesetzgeber geht demnach davon aus, dass im Rahmen einer Streubesitzbeteiligung Kapitalgeber eine Wahl bei der Gestaltung des Gewinnes haben. Im Hinblick auf Business Angels ist dem jedoch nicht zuzustimmen. Wie in Kapitel 3.2.2.1 beschrieben, sind Business Angels vor allem in der Early Stage aktiv. Zu diesem Zeitpunkt realisieren die wenigsten Unternehmen Gewinne, die zu einer Dividendenzahlung führen könnten. Daher besteht die Möglichkeit eines Erlöses grundsätzlich nur durch die Veräußerung von Unternehmensanteilen.<sup>229</sup>

Weiter geht aus der Gesetzesbegründung hervor, dass die kumulativ zu erfüllenden Voraussetzungen des § 26a KStG für den Erhalt der Steuerermäßigung durch das europäische Beihilferecht vorgeschrieben werden.<sup>230</sup> Mit Blick in die genannte Leitlinie für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen wird deutlich, dass die Leitlinie jedoch eine Vielzahl von steuerlichen Förderinstrumenten enthält. So ist es europarechtlich zulässig, eine Steuervergünstigung von 30 % auf den Investitionsbetrag zu gewähren. Auch eine Absetzung von Verlusten auf die Einkommenssteuer ist gemäß Nr. 151 der Richtlinie zulässig.<sup>231</sup> Weiter unterscheidet die Richtlinie die Möglichkeit, Dividenden von der Einkommenssteuer zu befreien sowie die Befreiung von der Kapitalertragssteuer auf Gewinne aus dem Verkauf von Aktien. Auch der Aufschub der Kapitalertragssteuer von bis zu einem Jahr, unter der Bedingung, dass Gewinne in beihilfefähige Unternehmen reinvestiert werden, ist gemäß der Richtlinie zulässig.<sup>232</sup>

Wenn das BMF in seiner Gesetzesbegründung sich schon mehrfach auf die Nr. 151 der Richtlinie bezieht und hervorhebt, dass diese Regelungen auch für die Körperschaftssteuer

<sup>228</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (2015), S. 92.

<sup>229</sup> Vgl. Nöll, Florian / Szarowicz, Tobias (2015), S. 6.

<sup>230</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (2015), S. 95 f.

<sup>231</sup> Vgl. EU-Kommission: Richtlinie vom 22. 01.2014, C 19/04, Nr. 151.

<sup>232</sup> Vgl. ebenda, Nr. 152.

zahlenden Business Angels gilt, obwohl von Einkommenssteuer die Rede ist, wäre es nach dem Vorstand des BAND, Roland Kirchhof, nur konsequent, wenn anstatt des Begriffes Aktien der Begriff Anteile, wie es im deutschen GmbH-Recht gebräuchlich ist,<sup>233</sup> verwendet wird. Weiter merkt er in einem Gastkommentar an, dass es sich bei der Kapitalertragssteuer um eine Sonderform der Einkommenssteuer handelt und es demnach konsequent wäre, den Begriff der Kapitalertragssteuer gemäß der Richtlinie durch den Begriff Körperschaftssteuer zu ersetzen.<sup>234</sup> Dass diese Auslegung des EU-Rechts durchaus zutreffend ist, verdeutlichen die vorgestellten Maßnahmen der Briten zur Förderung von Venture Capital. Bei einem direkten Vergleich zwischen dem britischen EIS und SEIS gegenüber der EU-Leitlinien für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen sind eindeutige Gemeinsamkeiten zuerkennen.<sup>235</sup>

Die europarechtlich zulässigen Steuerermäßigungen in Großbritannien und die Vielfalt von Fördermöglichkeiten gemäß der EU-Richtlinie zeigen, dass der deutsche Gesetzgeber nicht den vollen Rahmen seiner Möglichkeiten ausgenutzt hat.<sup>236</sup> Auch ein Blick auf die geplanten kumulativ zu erfüllenden Voraussetzungen wirft Fragen auf.

Zwar sind einige Voraussetzungen des § 26a KStG der genannten EU-Richtlinie durchaus wörtlich zu entnehmen. So heißt es in der EU-Richtlinie, dass es sich, unabhängig von der steuerlichen Vergünstigung, bei dem Anteil an einem beihilfefähigen Unternehmen um einen neu ausgegebenen Anteil mit vollem Risiko handeln muss, welcher mindestens über einen Zeitraum von drei Jahren gehalten werden muss.<sup>237</sup> Dies entspricht eindeutig den zu erfüllenden Voraussetzungen gemäß Nr. 1 und Nr. 3. Auch die Voraussetzung gemäß § 26a Abs. 3 Nr. 4 KStG, dass es sich bei einem beihilfefähigen Unternehmen nicht um ein an einer amtlichen Börse notiertes Unternehmen handeln darf, ist der Richtlinie zu entnehmen.<sup>238</sup> Abweichend von der EU-Richtlinie verzichtet der deutsche Gesetzgeber jedoch darauf, eine alternative Handelsplattform wie nach dem britischen AIM als Ausnahme der Börsennotierung mit aufzunehmen.<sup>239</sup> Damit würde das BMF faktisch die Möglichkeit der Steuervergünstigungen für Beteiligungen an sehr erfolgreichen Start-ups abschaffen.<sup>240</sup> Zum anderen konterkariert

<sup>233</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen (Hrsg. (2015), S. 95.

<sup>234</sup> Vgl. Kirchhof, Roland (2015), S. 4 (siehe Internetverzeichnis).

<sup>235</sup> Vgl. Kirchhof, Roland (2015), S. 6 f. (siehe Internetverzeichnis).

<sup>236</sup> Vgl. Nöll, Florian / Szarowicz, Tobias (2015), S. 7 f.

<sup>237</sup> Vgl. EU-Kommission: Richtlinie vom 22. 01.2014, C 19/04, Nr. 150.

<sup>238</sup> Vgl. ebenda, Nr. 22.

<sup>239</sup> Vgl. ebenda, Nr. 52 xxviii).

<sup>240</sup> Vgl. Nöll, Florian / Szarowicz, Tobias (2015), S. 11.

dies die im aktuellen Koalitionsvertrag von CDU/CSU und SPD formulierten Absicht, einen Markt 2.0 wieder einzuführen.<sup>241</sup>

Auch die Voraussetzung Nr. 2, dass es sich bei dem veräußerten Anteil im Falle des Erwerbes im Rahmen einer Kapitalerhöhung um eine erstmalige Beteiligung des Veräußerers an dem beihilfefähigen Unternehmen handeln muss, erscheint absolut nicht praktikabel. So steigen Business Angels, wie bereits mehrmals in dieser Arbeit erwähnt, zu einem sehr frühen Zeitpunkt der Unternehmensphase (Early Stage) ein. Um das immense Risiko zu minimieren bzw. zu steuern, strukturieren sie ihre Investitionen oftmals in sogenannte Meilensteine. Je mehr sich die Machbarkeit der Geschäftsidee abzeichnet, umso mehr erhöht der Business Angel sein Investment in das Unternehmen. Auch investieren sie oftmals in späteren Finanzierungsrunden, um eine Verwässerung ihrer Anteile zu verhindern. Diese Voraussetzung würde dazu führen, dass nur ein Bruchteil der Gesamtinvestition eines Business Angels an einem Start-up einen Anspruch auf Steuermäßigung ermöglicht.<sup>242</sup>

Auch die Voraussetzung Nr. 5 des § 26a Abs. 3 KStG wirft Fragen auf. So darf sich gemäß des Diskussionsentwurfs das beihilfefähige Unternehmen nicht in wirtschaftlichen Schwierigkeiten gemäß den Leitlinien der Gemeinschaft für staatliche Beihilfen zur Rettung und Umstrukturierung befinden.<sup>243</sup> Unter Betrachtung der Voraussetzung dieser Definition wird deutlich, dass ein Start-up durchaus diese Voraussetzungen erfüllt.<sup>244</sup> Davon gehen auch die Leitlinien aus, die KMU innerhalb eines Zeitraums von sieben Jahren nach ihrem ersten kommerziellen Verkauf nicht als „Unternehmen in Schwierigkeiten“ betrachten. Es sei denn, das Unternehmen ist Gegenstand eines Insolvenzverfahrens.<sup>245</sup> Die im Diskussionsentwurf zitierte Leitlinie schließt ebenfalls neu gegründete KMU, die nicht Gegenstand eines Insolvenzverfahrens sind, aus dem Begriff des „Unternehmen(s) in Schwierigkeiten“ aus.<sup>246</sup> Jedoch ist diese Voraussetzung enger gefasst, als die der Leitlinie für Risikofinanzierungsbeihilfen.<sup>247</sup> Der Diskussionsentwurf klärt nicht, welcher Begriff verwendet wird und unter welchen Voraussetzungen ein Start-up als „Unternehmen in Schwierigkeiten“ bezeichnet werden kann.<sup>248</sup>

<sup>241</sup> Vgl. Bundesregierung der 18. Legislaturperiode (Hrsg.) (2013), S. 141.

<sup>242</sup> Vgl. Nöll, Florian / Szarowicz, Tobias (2015), S. 10.

<sup>243</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (2015), S. 31.

<sup>244</sup> Vgl. Nöll, Florian / Szarowicz, Tobias (2015), S. 12.

<sup>245</sup> Vgl. EU-Kommission: Richtlinie vom 22. 01.2014, C 19/04Nr. 26 a).

<sup>246</sup> Vgl. EU-Kommission: Richtlinie vom 01.10.2014, C 244/02 Nr. 24 b) i. V. m. Nr. 20 c).

<sup>247</sup> Vgl. EU-Kommission: Richtlinie vom 22. 01.2014, C 19/04 Nr. 26 a).

<sup>248</sup> Vgl. Nöll, Florian / Szarowicz, Tobias (2015), S. 12.

Weiterhin ist festzuhalten, dass es ein prinzipielles Kumulationsverbot von verschiedenen Steuervergünstigungen, wie es § 26a Abs. 3 Nr. 6 KStG vorsieht, gemäß der Leitlinie für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen nicht gibt. Einzig die Gesamtinvestitionen in ein beihilfefähiges Unternehmen werden auf 15 Mio. Euro begrenzt.<sup>249</sup> Daher erscheint es paradox, wenn das BMF in seiner Gesetzesbegründung eine Doppelförderung durch steuerliche und außersteuerliche Fördermaßnahmen verhindern möchte.<sup>250</sup> Im Speziellen bezieht sich das BMF auf den Investitionszuschuss für Wagniskapital (INVEST Zuschuss). Während dieser Investitionen fördert, soll der vorgesehene § 26a KStG den Veräußerungsgewinn fördern. Auch aufgrund der Mindesthaltfrist von drei Jahren liegen die Zeitpunkte für eine Doppelförderung sehr weit entfernt. Somit führt diese Voraussetzung nicht zur Vermeidung einer Doppelförderung, sondern zu einer Konkurrenzsituation.<sup>251</sup>

Abschließend gilt es, die Beweispflicht des Steuerpflichtigen durch geeignete Unterlagen zu würdigen. Diese Vorschrift erweist sich als hochbürokratisch und führt zu einer langjährigen Dokumentationspflicht seitens des Steuerpflichtigen.<sup>252</sup> So müsste sich der Business Angel beispielsweise direkt an die BAFA wenden, um ein Negativtestat zu erhalten und so nachzuweisen, dass er keinen INVEST Zuschuss erhalten hat.<sup>253</sup> Auch die Einhaltung der nach der Risikofinanzierungsbestimmung der EU-Kommission zulässigen festgesetzten Höchstgrenze muss demnach der Business Angel selbstständig sicherstellen. Dabei ist es nicht er, der die Dokumentation betreiben muss bzw. kann, sondern das finanzierte Start-up ist hierbei in der Pflicht. Bei einer nicht richtig geführten Dokumentation seitens des Start-ups wäre demnach eine Steuerermäßigung für den Business Angel nicht mehr möglich.<sup>254</sup>

Zusammenfassend handelt es sich um eine hoch bürokratische, teils nicht praktikable Gesetzesreform, welche zusätzlich eine deutliche Verschlechterung gegenüber dem Status quo für die Start-up Finanzierung in Deutschland nach sich zieht.<sup>255</sup> Beispiele wie das EIS und das SEIS aus Großbritannien zeigen, wie eine europarechtlich einwandfreie Förderung von Venture Capital funktionieren kann, ohne dass sich dies negativ auf die Finanzierung von Start-ups auswirkt.<sup>256</sup> In Anbetracht der vorgebrachten Argumente und der regelmäßigen Bekundungen der Politik, die Bedingungen der Start-up Finanzierung in Deutschland verbessern zu

<sup>249</sup> Vgl. EU-Kommission: Richtlinie vom 22. 01.2014, C 19/04 Nr. 149.

<sup>250</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (2015), S. 95.

<sup>251</sup> Vgl. Nöll, Florian / Szarowicz, Tobias (2015), S. 12 f.

<sup>252</sup> Vgl. Kirchhof, Roland (2015), S. 5 (siehe Internetverzeichnis).

<sup>253</sup> Vgl. Nöll, Florian / Szarowicz, Tobias (2015), S. 7.

<sup>254</sup> Vgl. ebenda, S. 13.

<sup>255</sup> Vgl. ebenda, S. 15.

<sup>256</sup> Vgl. Kirchhof, Roland (2015), S. 6 f. (siehe Internetverzeichnis).

wollen, sollte dieser Abschnitt aus der Reform der Investmentbesteuerung gestrichen werden.<sup>257</sup>

Dass diese Reform zu einer deutlichen Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Start-up Szene im internationalen Vergleich führen wird, hat bereits das Bundeskabinett Mitte September erkannt. In seinem Eckpunktepapier „Wagniskapital – Deutschland braucht eine neue Gründerzeit“, wurde bereits die Absicht geäußert, dass es im Rahmen der Investmentbesteuerungsreform zu keiner steuerlichen Mehrbelastung für die Finanzierung deutscher Start-ups kommen darf.<sup>258</sup> Nun hat auch das BMF gemäß der Wirtschafts- und Finanzzeitung Handelsblatt Mitte November eingelenkt und den § 26a KStG und weitere Änderungen, die eine Besteuerung auf Veräußerungsgewinne aus Streubesitzbeteiligungen betreffen komplett aus dem Entwurf für die Reform des Investmentbesteuergesetz gestrichen. Damit bleibt der Status quo, dass die Veräußerungsgewinne aus Streubesitzbeteiligungen zum Großteil steuerfrei bleiben, solange sie innerhalb der Kapitalgesellschaft verweilen, auch weiterhin bestehen.<sup>259</sup>

## **5 Empfehlung zur Verbesserung der Rahmenbedingungen von Venture Capital**

Der Erhalt des Status quo und die Verabschiedung des Eckpunktepapier Wagniskapital sind positive Zeichen an die deutsche Start-up Szene.<sup>260</sup> Unter Berücksichtigung der selbstgesteckten Ziele der aktuellen Bundesregierung erscheinen jedoch der Gesetzesentwurf und die aktuell Diskussion überflüssig. Gemäß dem Koalitionsvertrag von 2013 erfordern die rechtlichen und steuerrechtlichen Rahmenbedingungen für Venture Capital ein eigenständiges Regelwerk. Nur so könne sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit und die Attraktivität Deutschlands als Investitionsstandort verbessern lassen.<sup>261</sup> Auch im aktuellen Eckpunktepapier wird jedoch nicht von der Absicht geschrieben, in naher Zukunft ein solches Gesetz zu schaffen. Positiv anzumerken ist jedoch, dass im Eckpunktepapier angekündigt wurde, den INVEST Zuschuss ab 2016 massiv auszubauen und eine Kombination im Rahmen der Steuererstattung von Veräußerungsgewinne auch weiterhin möglich bleiben soll.<sup>262</sup> Auch der Wille, eine Kultur der Selbständigkeit und des Unternehmertums zu etablieren sowie die un-

<sup>257</sup> Vgl. Nöll, Florian / Szarowicz, Tobias (2015), S. 15 f.

<sup>258</sup> Vgl. Bundesregierung der 18. Legislaturperiode (Hrsg.) (2015), S. 2 f.

<sup>259</sup> Vgl. Drost, Frank (2015), S. 26 f.

<sup>260</sup> Vgl. Bundesverband Deutsche Startups e. V. (Hrsg.) (2015), 3. Abschnitt f. im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>261</sup> Vgl. Bundesregierung der 18. Legislaturperiode (Hrsg.) (2013), S. 22.

<sup>262</sup> Vgl. Bundesregierung der 18. Legislaturperiode (Hrsg.) (2015), S. 2.

ternehmerische Bildung an Schulen und Hochschulen voranzutreiben sind wichtige Säulen für verbesserte Rahmenbedingungen deutscher Start-ups.<sup>263</sup>

Doch um Deutschland als Spitzenstandort für Start-ups weltweit zu etablieren, reicht es nicht aus, staatliche Förderprogramme auszuweiten und öffentliche Venture Capital Fonds aufzustocken. Es ist vor allem privates Kapital notwendig. Um dies zu mobilisieren, sind ein verlässlicher Rahmen und attraktive Bedingungen unerlässlich.<sup>264</sup> Daher ist das Hinwirken auf ein Venture Capital Gesetz trotz erheblicher Verbesserungen in den letzten Jahren von größter Bedeutung. In Anlehnung an das britische (Seed) Enterprise Investment Scheme könnte dieses beispielsweise eine 50 %ige Steuerermäßigung bis zu einer maximalen Investmentsumme von jährlich 100.000 EUR vorsehen, wenn Investoren sich an einem Start-up in der (Pre-) Seed-Phase beteiligen. Unter der Annahme, dass Kapitalerträge erneut über den persönlichen Einkommenssteuersatz besteuert werden anstelle der pauschalen 25 %, <sup>265</sup> wäre auch die vollständige Steuerbefreiung von Veräußerungsgewinnen, unter der Voraussetzung, dass diese vollständig innerhalb eines gewissen Frist reinvestiert werden, denkbar. Auch eine vollständige und zeitgleiche Verrechnung von Verlusten und Gewinnen, wie sie aufgrund der Mindestgewinnbesteuerung gemäß § 10d EStG derzeit nicht möglich sind, sollte beseitigt werden. Dies würde die Liquidität deutscher Start-ups deutlich verbessern.

Doch nicht nur Steueranreize sollte dieses Gesetz enthalten. Auch die Beseitigung von Rechtsunsicherheiten wie beispielsweise VC-Gesellschaften gemäß eines Verwaltungserlasses als vermögensverwaltend anzusehen, wodurch diese von der Gewerbesteuer befreit sind, sollte in einem Venture Capital Gesetz berücksichtigt werden.<sup>266</sup>

## 6 Fazit

Die Beurteilung der aktuellen Finanzierungssituation in Deutschland im Vergleich zu anderen europäischen und internationalen Partnern hat gezeigt, dass die USA und im speziellen das Silicon Valley ein Ökosystem für Start-ups geschaffen hat, welches weltweit nicht zu übertreffen ist. Kein anderes Land der Welt schafft es, dass Venture Capital Investments einen so hohen Anteil am BIP haben.<sup>267</sup> Wohlgermerkt handelt es sich bei den USA um die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt.<sup>268</sup> Sechs der zehn weltweit führenden Gründungsclus-

---

<sup>263</sup> Vgl. ebenda, S.4.

<sup>264</sup> Vgl. Kriesel, Thomas (2015), 2. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>265</sup> Vgl. Gammelin, Cerstin (2015), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>266</sup> Vgl. Kriesel, Thomas / Volquartz, Lucie (o. J.) S. 1 f. (siehe Internetverzeichnis).

<sup>267</sup> Vgl. Metzger, Georg / Bauer, Albrecht (2015), S. 2.

<sup>268</sup> Vgl. Heieck, Oliver (2015), 5. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

ter im Jahr 2015 sind in den USA beheimatet. Dabei sind die ersten vier Plätze ausschließlich mit US-amerikanischen Großstädten belegt.<sup>269</sup> Dies hat dazu geführt, dass Unternehmen wie Facebook, Amazon oder Google entstanden sind. Doch der Strom von vielversprechenden US-amerikanischen Start-ups reißt nicht ab. Von den derzeit schätzungsweise 125 Unicorns stammen weltweit alleine 82 aus den USA. Hingegen haben nur 13 Unicorns ihren Ursprung in Europa.<sup>270</sup>

Doch im Vergleich zu den anderen europäischen Start-up Nationen Großbritannien und Frankreich hat Deutschland, wie im Kapitel 3.3 erarbeitet, in den letzten Jahren in den Disziplinen Investitionsvolumen und erfolgreich abgeschlossene Finanzierungsrunden deutlich aufgeholt. Die Bundeshauptstadt Berlin hat es sogar geschafft, im Jahr 2014 das höchste Investitionsvolumen auf sich zu vereinen und auch für 2015 sieht es nach den aktuellen Zahlen so aus, als könnte Berlin seinen europäischen Spitzenplatz vor London und Paris verteidigen. Doch nicht nur Berlin hat es geschafft zu einem erfolgreichen europäischen Gründungshub zu werden. Auch der Stadtstaat Hamburg und die bayerische Landeshauptstadt München gehören zu den Top-6 in Europa.<sup>271</sup> Trotz der von Seiten verschiedenster Wirtschaftsverbände und Gründer immer wieder hervorgehobenen nicht idealen Rahmenbedingungen für Venture Capital in Deutschland,<sup>272</sup> ist die deutsche Start-up Szene und insbesondere die Bundeshauptstadt Berlin auf dem Weg, dauerhaft die Nummer eins in den Bereichen Start-up und Venture Capital zu werden.

Ohne Frage kann die aktuelle Finanzierungssituation Deutscher Start-ups nicht mit den Finanzierungsmöglichkeiten der USA mithalten. Nimmt man das Silicon Valley als Gradmesser für eine ideale Finanzierungssituation, sind die Äußerungen, dass die Finanzierungssituation in Deutschland nicht den internationalen Wettbewerb bestehen würde, angebracht. Nimmt man hingegen Europa als Gradmesser, hat Deutschland in den letzten Jahren seinen Rückstand deutlich aufgeholt und besitzt noch viel Potenzial sich weiter zu verbessern.<sup>273</sup> Die ständigen Vergleiche mit dem Silicon Valley schaden nur der Start-up Kultur in Deutschland. Die Unternehmensberatung Roland Berger hat es in ihrer aktuellen Studie „Can European start-ups crack the code?“ richtig erfasst. Es gibt sicherlich eine Vielzahl von Start-ups die größer und glamouröser sind, aber viele europäische Start-ups besetzen mit ihren Produkten

---

<sup>269</sup> Vgl. Dujin, Anne / u. a. (2015), S. 5.

<sup>270</sup> Vgl. Austin, Scott / u. a. (2015) 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

<sup>271</sup> Vgl. Lennartz, Peter (2015), S. 22.

<sup>272</sup> Vgl. Ripsas, Sven / Tröger, Steffen (2015), S. 64.

<sup>273</sup> Vgl. Lennartz, Peter (2015), S. 27.

oder Dienstleitungen einen Nischenmarkt und besitzen damit das Potenzial zu einem Weltmarktführer aufzusteigen.<sup>274</sup>

Deutschland hat über Jahrzehnte bewiesen, dass ein großer und innovativer Mittelstand zu einer leistungsfähigen und krisenfesten Volkswirtschaft führt. In keinem anderen Land der Welt sind so viele Weltmarktführer beheimatet wie in Deutschland.<sup>275</sup> Wenn es also im Rahmen der Industrialisierung und den nachfolgenden Jahrzehnten möglich war, mit einer vielfältig aufgestellten Anzahl an kleineren und mittleren Unternehmen zu einer der führenden Volkswirtschaften der Welt aufzusteigen, wieso sollte dies nicht auch im Rahmen der Digitalisierung gelingen?

Ist die Kritik an der unzureichenden Finanzierungssituation Deutscher Start-ups aufgrund des ständigen Vergleichs mit dem Silicon Valley überspitzt, sind hingegen die Kritiken über den vom BMF am 22. Juli 2015 veröffentlichten Diskussionsentwurf zur Reform der Investmentbesteuerung berechtigt. Wie im Kapitel 4.2 an einem Beispiel verdeutlicht, würde die Steuerlast durch eine Neuregelung der Besteuerung auf Veräußerungsgewinne bei Streubesitzbeteiligungen um ein Vielfaches gegenüber der derzeitigen Steuerlast ansteigen. Obwohl die aktuelle Bundesregierung ihrem selbstgesetzten Ziel, ein Venture Capital Gesetz zu schaffen nicht gerecht wird, kann es durchaus als positives Zeichen verstanden werden, dass das BMF den Abschnitt zur Besteuerung von Veräußerungsgewinnen aus Streubesitzbeteiligungen aus dem Diskussionsentwurf zur Investmentbesteuerung gestrichen und damit eine steuerliche Mehrbelastung für Start-up Investoren verhindert hat.<sup>276</sup>

Dass die Politik die Bedeutung von Start-ups bei der Bewältigung der Herausforderungen im Rahmen der Digitalisierung verstanden hat, wird im verabschiedeten Eckpunktepapier Wagniskapital deutlich. Hier heißt es, dass die Schaffung eines robusten Venture Capital Marktes als Voraussetzung für die Bewältigung sich radikal wandelnder Märkte angesehen wird.<sup>277</sup> Dies lässt hoffen, dass es bei einem erneuten Reformversuch zu keinen negativen Auswirkungen für die deutsche Start-up-Szene kommen wird. Dass es neben der Finanzierungssituation weitere Faktoren gibt, die notwendig sind, um ein erfolgreiches und vor allem nachhaltiges Start-up Ökosystem zu schaffen, ist allen Beteiligten durchaus bewusst.<sup>278</sup> Diese Faktoren zu identifizieren und zu beleuchten wäre jedoch Bestandteil einer weiteren Arbeit.

---

<sup>274</sup> Vgl. Dujin, Anne / u. a. (2015), S. 8.

<sup>275</sup> Vgl. Röhl, Klaus-Heiner (2014), S. 5.

<sup>276</sup> Vgl. Drost, Frank (2015), S. 26 f.

<sup>277</sup> Vgl. Bundesregierung der 18. Legislaturperiode (Hrsg.) (2015), S. 1.

<sup>278</sup> Vgl. Bundesverband Deutsche Startups e.V. (Hrsg.) (o. J.), 1. Abschnitt f (siehe Internetverzeichnis).



## Literaturverzeichnis

Achleitner, Ann-Kristin (2001): Venture Capital, in: Breuer, Rolf (Hrsg.): Handbuch der Finanzierung, Wiesbaden, 3. Auflage, 2001, S. 513-529.

Albach, Horst (1983): Zur Versorgung der deutschen Wirtschaft mit Risikokapital, Bonn, 1983.

Albach, Horst / Hunsdiek, Detlef / Kokalj, Ljuba (1986): Finanzierung mit Risikokapital, Schriften zur Mittelstandsforschung, Nr. 15 NF, Stuttgart.

Alliotts Chartered Accountants & Business Advisors (Hrsg.) (o. J.): Enterprise investment scheme and venture capital trusts, London, o. J.

Axelsson, Ulf / Martinovic, Milan (2013): European Venture Capital: Myths and Facts, London, 2013.

Baier, Wolfgang / Pleschka, Franz (1996): Marketing und Finanzierung junger Technologieunternehmen – den Gründungserfolg sichern, Wiesbaden, 1996.

Bell, Markus (1999): Venture Capitalist oder Angel – Welcher Kapitalgeber stiftet größeren Nutzen?, in: Die Bank, Köln, Nr. 6, 1999, S. 698-720.

Boersch, Cornelius (1998): Kreditgenossenschaften und Risikokapital: Unter besonderer Berücksichtigung des genossenschaftlichen Förderauftrages, Dissertationsschrift, Universität Gesamthochschule Essen, 1998.

Bonnet, Didier / Buvat, Jerome (2015): The Age of Digital Disruption – Introduction By Dapgemini Consulting's Editorial Board, in: Digital Transformation Review, Nr. 7, 2015, S. 6-9.

Brandkamp, Michael (2003): Neue Ansätze für Förderprogramme in der Net Economy, in Kollmann, Tobias (Hrsg.): E-Venture Management – neue Perspektiven der Unternehmensgründung in der Net Economy, Wiesbaden, 2003, S. 35-44.

Buchenau, Martin (2015): Unterstützung für Start-ups – Quandt-Erbin Klatten sieht Gründungswelle, in: Handelsblatt – Deutschlands Wirtschafts- und Finanzzeitung, Nr. 206, 2015, S. 25.

Buchholz, Günter/ Pohlmann, Michael (2008): Existenzgründung und Beratung – Gründungsfinanzierung, Hannover, 2008.

Bundesministerium für Bildung und Forschung (Hrsg.) (2010): Ideen. Innovation. Wachstum. – Hightech-Strategie 2020 für Deutschland, Bonn / Berlin, 2010.

Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (2015): Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Finanzen – Entwurf eines Gesetzes zur Reform der Investmentbesteuerung, Berlin, 2015.

Bundesregierung der 18. Legislaturperiode (Hrsg.) (2013): Deutschland Zukunft gestalten – Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD, Berlin, 2013.

Bundesregierung der 18. Legislaturperiode (Hrsg.) (2015): Eckpunkte Wagniskapital – Deutschland braucht eine neue Gründerzeit, Berlin, 2015.

Brettel, Malte / Jaugey, Cyrill / Rost, Cornelius (2000): Business Angels – Der informelle Beteiligungsmarkt in Deutschland, Wiesbaden, 1. Auflage, 2000.

Brettel, Malte / Rudolf, Markus / Witt, Peter (2005): Finanzierung von Wachstumsunternehmen – Grundlagen. Finanzierungsquellen. Praxisbeispiele, Wiesbaden, 2005.

Business Angels Netzwerk Deutschland e. V. (Hrsg.) (o. J.): Presseinformation – Business Angels finanzieren Gründer: Facts and Background, Essen, o. J.

Börner, Christoph / Grichnik, Dietmar (2005): Entrepreneurial Finance – Kompendium der Gründungs- und Wachstumsfinanzierung, Heidelberg, 1. Auflage, 2005.

Coveney, Patrick / Moore, Karl (1998): Business Angel: Securing Start-up Finance, Chichester, 1998.

Daferner, Stefan (1999): Eigenkapitalausstattung von Existenzgründungen, Sternenfels, 2. Auflage, 1999.

Dourvos, Stefanie / Fenske, Peter / Kühn, Frederick / Langner, Lars (2008): Existenzgründung in der IT-Industrie – Finanzierung, Berlin, 2008.

Dowling, Michael / Drumm, Hans (2002): Gründungsmanagement: Vom erfolgreichen Unternehmensstart zu dauerhaften Wachstum, Berlin / u. a., 1. Auflage, 2002.

Drost, Frank (2015): Überraschende Wende – Verkäufe von kleineren Unternehmensbeteiligungen sollen nicht besteuert werden, in: Handelsblatt – Deutschlands Wirtschafts- und Finanzzeitung, Nr. 223, 2015, S. 26-27.

Dujin, Anne / Geissler, Cornelia / Krys, Christian (2015): Can European start-ups crack the code? How to realize the old continent's digital vision, herausgegeben von Roland Berger, München, 2015.

Eilenberger, Guido / Haghani, Sascha (2008): Unternehmensfinanzierung zwischen Strategie und Rendite, Berlin, 2008.

Engelmann, Andree (2000): Das Inkubatorenprinzip – Ein ganzheitlicher Ansatz zur Umsetzung der Existenzgründung, in: Finanz Betrieb- Zeitschrift für Unternehmensfinanzierung und Finanzmanagement, Bd. 2, 2000, S. 329-335.

Fiet, James (1991): Network Reliance by Venture Capital Firms and Business Angels: An Empirical and Theoretical Test in: Churchill, Neil / Bygrave, William / Covin, Jeffrey / Sexton, Donald / Slevin, Dennis / Vesper, Karl / Wetzel, William Jr. (Hrsg.): Frontiers of Entrepreneurship Research, Wellesley / Pittsburgh, 1991, S. 445-455.

Fletcher, Paul / Pateman, Lea (2013): Taking the pulse of the angel market, London, 2013.

Gaida, Klemens (2011): Gründen 2.0 – Erfolgreiche Business-Inkubation mit neuen Internet-Tools, Wiesbaden, 1. Auflage, 2011.

Gaston, Robert (1989): Finding Private Venture Capital for your Firm – A complete Guide, New York, 1989.

Hagen, Tobias / Metzger, Georg / Ullrich, Katrin (2012): KfW-Gründungsmonitor 2012 – Jährliche Analyse von Struktur und Dynamik des Gründungsgeschehens in Deutschland, Frankfurt am Main, 2012.

Hahn, Christopher (2014) (Hrsg.): Finanzierung und Besteuerung von Start-up Unternehmen – Praxisbuch für erfolgreiche Gründer, Wiesbaden, 2014.

Hansch, Esther (2006): Existenzgründungen im Spiegel des Mikrozensus, in: Statistisches Bundesamt (Hrsg.): Wirtschaft und Statistik, Wiesbaden, 2006, S.495-504.

Hölters Wolfgang (2005): Der Unternehmens- und Beteiligungskauf – Bedeutung, Grundfragen und Abwicklung, in: Hölters, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, Köln, 6., neubearbeitete und erweiterte Auflage, S. 3-62.

Jacobsen, Liv Kirsten (2006): Erfolgsfaktoren bei Unternehmensgründungen – Entrepreneurship in Theorie und Praxis, Dissertationsschrift, Freie Universität zu Berlin, 2006.

Kasperzak, Rainer (2001): Unternehmenskauf durch Management Buy Out / Management Buy In, in: Koch, Lambert / Zacharias, Christoph (Hrsg.): Gründungsmanagement, München / Wien, 2001, S. 151-162.

KfW (2015) (Hrsg.) : KfW Research – Fokus Volkswirtschaft Nr. 107 vom 6.10.2015.

Kirchner, H. (1998): Privatinvestoren, in: Achleitner, Ann-Kristin / Thoma, G. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance: Konzepte, Strategien und Praxiswissen für das moderne Finanzmanagement, Köln, 1. Auflage, 1998.

Klandt, Horst / Krafft, Lutz (2003): Bedeutung von Business Angels in der Net Economy, in: Kollmann, Tobias (Hrsg.): E-Venture-Management – Neue Perspektiven der Unternehmensgründung in der Net Economy, Wiesbaden, S. 297-326.

Kollmann, Tobias (2012a): IKT.Gründungen@Deutschland - Essener Thesen zum E-Entrepreneurship, in: Venture Capital Magazin, Sonderausgabe Start-up 2013 – Wegweiser für Gründung & Finanzierung, München, 2012, S. 36-37.

Kollmann, Tobias (2012b): Business Angels und die IKT-Branche, in: Günther, Ute / Kirchhof, Roland (Hrsg.): Leitfaden für Business Angels, Essen, 2012, S. 40-42.

Kollmann, Tobias (2014): E-Entrepreneurship – Grundlagen der Unternehmensgründung in der Net Economy, Wiesbaden, 5. Auflage, 2014.

Kollmann, Tobias / Kuckertz, Andreas (2003): E-Venture-Capital – Unternehmensfinanzierung in der Net Economy – Grundlagen und Fallstudien, 1. Auflage, Wiesbaden, 2003.

Kuckertz, Andreas (2006): Der Beteiligungsprozess bei Wagniskapitalfinanzierung – Eine informationsökonomische Perspektive, Wiesbaden, 2006.

Kubr, Thomas / Ilar, Daniel / Marchesi, Heinz (2013): Planen, gründen, wachsen: Mit dem professionellen Businessplan zum Erfolg, München, 6., aktualisierte Auflage, 2013.

Kürsten, Wolfgang / Nietert, Bernhard (2006): Kapitalmarkt, Unternehmensfinanzierung und rationale Entscheidungen – Festschrift für Jochen Wilhelm, Berlin / Heidelberg, 2006.

Lennartz, Peter (2015): Start-up-Barometer Deutschland, Berlin, 2015.

Lessat, Vera / Hemer, Joachim / Eckerle, Tobias (1999): Beteiligungskapital und Technologieorientierte Unternehmensgründungen: Markt – Finanzierung – Rahmenbedingungen, Wiesbaden / Mannheim, 1999.

Mason, Colin / Harrison, Richard (1996): Informal Venture Capital: A Study of Investment Process, the Post-Investment Experience and Investment Performance, in: Entrepreneurship & Regional Development, London, 1996, S. 64-111.

Metzger, Georg / Bauer, Albrecht (2015): Beteiligungsmarkt in Deutschland – Lücken bei Venture Capital, in: Fokus Volkswirtschaft, Nr. 98, 2015 S. 1-4.

Müller, Herbert (1994): Bank Blüten – Ein bunter Strauß für Banker und ihre Kunden, Wiesbaden, 1994.

Nathusius, Klaus (2001): Grundlagen der Gründungsfinanzierung. Instrumente – Prozesse - Beispiele, Wiesbaden, 1. Auflage, 2001.

Nöll, Florian / Szarowicz, Tobias (2015): Stellungnahme: Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Reform der Investmentbesteuerung, Berlin, 2015.

Ripsas, Sven / Tröger, Steffen (2014): Deutscher Start-up Monitor 2014, Berlin, 2. Auflage, 2014.

Ripsas, Sven / Tröger, Steffen (2015): Deutscher Start-up Monitor 2015, Berlin, 3. Auflage, 2015.

Röhl, Klaus-Heiner (2014): Venture Capital – Ein neuer Anlauf zur Erleichterung von Wagniskapitalfinanzierung, in: Aktueller politische Debattenbeiträge aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 06/2014, S.1-18.

Schefczyk, Michael (2000): Finanzierung mit Venture Capital – Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmen und Wissenschaftler, Stuttgart, 1. Auflage, 2000.

Schultz, Christian (2011): Die Finanzierung technologieorientierter Unternehmen in Deutschland – Empirische Analyse der Kapitalverwendung und -herkunft in den Unternehmensphasen, Wiesbaden, 2011.

Sykes, Hollister (1990): Corporate Venture Capital: Strategies for Success. in: Journal of Business Venturing, Vol. 5, 1990, S. 37-47.

Taga, Karim / Forstner, Anton (2003): Erfolgreiche Unternehmensgründungen mit Venture Capital, Weinheim, 2003.

Tschammer-Osten, Georg (1996): Business Angels, in: Die Betriebswirtschaft, Stuttgart, Nr. 56, S. 716-719.

Vogelsang, Eva / Fink, Christian / Baumann, Matthias (2015): Existenzgründung und Businessplan – Ein Leitfaden für erfolgreiche Start-ups, Berlin, 3. neu bearbeitete Auflage, 2015.

von Boehm-Bezing, Carl-Ludwig (2001): Rentabilisierung der Bankverbindung mit nicht emissionsfähigen Unternehmen, in: Breuer, Rolf (Hrsg.) Handbuch Finanzierung, Wiesbaden, 2001, S. 495-511.

Von Collrepp, Friedrich (2007): Handbuch Existenzgründung – Für die ersten Schritte in die dauerhafte Selbstständigkeit, Stuttgart, 5., erweiterte und aktualisierte Auflage, 2007.

Walter, Markus / Zimmermann, Volker (2003): Förderprogramme für junge Unternehmen in der Net Economy, in: Kollmann Tobias (Hrsg.): E-Venture-Management – Neue Perspektiven der Unternehmensgründung in der Net Economy, Wiesbaden, 2003, S. 621-634.

Weiss, Michael (2005): Finanzierungsfragen, in: Hölters, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskauf, Köln, 6., neubearbeitete und erweiterte Auflage, 2005, S. 198-273.

Weitnauer, Wolfgang (2011): Handbuch Venture Capital – Von der Innovation zum Börsengang, München, 4. überarbeitete Auflage, 2011.

Werner, Horst / Kobabe, Rolf (2007): Handelsblatt Mittelstands-Bibliothek, Band 6: Finanzierung, Stuttgart, 2007.

Wittenberg, Verena (2006): Controlling in jungen Unternehmen – Phasenspezifische Controllingkonzeptionen für Unternehmen in der Gründungs- und Wachstumsphase, Dissertationsschrift, Universität Erlangen-Nürnberg, 2006.

#### Gerichtsurteile:

EuGH (Erste Kammer): Urteil vom 20.10.2011, C-284/09, NZG 2011, 1313.

#### Richtlinien:

EU-Kommission: Richtlinie vom 01.10.2004, C 244/02, Leitlinien der Gemeinschaft für staatliche Beihilfen zur Rettung und Umstrukturierung von Unternehmen in Schwierigkeiten.

EU-Kommission: Richtlinie vom 22. 01.2014, C 19/04, Leitlinien für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen.

#### Plenarprotokoll:

Deutscher Bundestag: Plenarprotokoll 17/225, Berlin, Donnerstag, den 28.02.2013.

## Internetverzeichnis

Austin, Scott / Canipe, Chris / Slobin, Sarah (2015): The Billion Dollar Startup Club, 18. Februar 2015, abgerufen am 05. November 2015, <http://graphics.wsj.com/billion-dollar-club/>.

Bose, Julia (2015): Der Schlüssel zum Erfolg: Finanzwissen, 14. Oktober 2015, abgerufen am 28. Oktober 2015, <http://www.deutschland-startet.de/erfolg-durch-finanzwissen/>.

Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (Hrsg.) (o. J.): Gründungsfinanzierung – High-Tech Gründerfonds, o. J., abgerufen am: 04. November 2015, <http://www.bmwi.de/DE/Themen/Mittelstand/Mittelstandsfinanzierung/gruendungsfinanzierung,did=508044.html>.

Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (Hrsg.) (2011): Bundeswirtschaftsministerium stellt weitere 250 Mio. Euro für ERP-Startfonds bereit, 03. Juni 2011, abgerufen am 04. November 2015, <http://www.bmwi.de/DE/Presse/pressemitteilungen,did=404746.html>.

Bundesverband Deutsche Startups e. V. (Hrsg.) (2015): Kabinett beschließt Eckpunktepapier Wagniskapital, 16. September 2015, abgerufen am 22. November 2015, <https://deustchestartups.org/news/stellungnahme-kabinett-beschliesst-eckpunktepapier-wagniskapital/#more-7075>.

Bundesverband Deutsche Startups e. V. (Hrsg.) (o. J.): Deutsche Startup Agenda, o. J., abgerufen am 23. November 2015, <https://deustchestartups.org/themen/startup-agenda/>.

Business Angel Netzwerk Deutschland e. V. (Hrsg.) (2014): UK Business Angel Association erreicht Fortschreibung des Seed Enterprise Investment Schemes (SEIS), 27. März 2014, abgerufen am 16. November 2015, <http://www.business-angels.de/uk-business-angels-association-erreicht-fortschreibung-des-seed-enterprise-investment-schemes-seis/>.

DS-Media GmbH (Hrsg.) (o. J.): Investitionsphasen, o. J., abgerufen am 20. Oktober 2015, <http://www.deutsche-startups.de/lexikon/investitionsphasen/>.

Dümichen, Tim / Kawka, Lukas (2015): 2. Anlauf: Das neue „Anti-Angel-Gesetz“ 08. August 2015, abgerufen am 16. November 2015, <http://www.gruenderszene.de/allgemein/2-anlauf-das-neue-anti-angel-gesetz-kpmg>.

Expertennetzwerk Deutschland GmbH (Hrsg) (o. J.): Accelerator / Inkubator, o. J., abgerufen am 29. Oktober 2015, <http://www.deutschland-startet.de/gruenderlexikon-accelerator-inkubator/>.

Fortune Magazine (Hrsg.) (2015): Fortune Global 500, 2015, abgerufen am 22. November 2015, <http://fortune.com/global500/>.

Frankfurter Business Media GmbH (Hrsg.) (o. J.): Business Angel: private Eigenkapitalgeber in der Seedphase, o. J., abgerufen am 29. Oktober 2015, <https://www.fuergruender.de/kapital/eigenkapital/business-angels/>.

Gammel, Cerstin (2015): Schäuble plant Ende der Abgeltungssteuer, 10. November 2015, abgerufen am 21. November 2015, <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/steuern-auf-kapitalertraege-schaeuble-will-ende-der-abgeltungssteuer-1.2729320>.

Grummer, Jan-Menko / Brohilker, Jan (2012): Phasengerechte Finanzierung – Teil 1, 07. Mai 2012, abgerufen am 11. Oktober 2015, <http://www.gruenderszene.de/finanzen/phasengerechte-finanzierung-gruendungsphasen>.

Grummer, Jan-Menko / Brohilker, Jan (2012a): Phasengerechte Finanzierung – Teil 2, 13. Juli 2012, abgerufen am 11. Oktober 2015, <http://www.gruenderszene.de/finanzen/phasengerechte-finanzierung-seed-phase>.

Grummer, Jan-Menko / Brohilker, Jan (2012b): Phasengerechte Finanzierung – Teil 3, 24. August 2012, abgerufen am 11. Oktober 2015, <http://www.gruenderszene.de/finanzen/phasengerechte-finanzierung-start-up-phase>.

Guggi, Peter (2012): Lean Finance: Bootstrapping und Venture Capital, 07. Dezember 2012, abgerufen am 25. Oktober 2015, <http://www.gruenderszene.de/finanzen/lean-finance-von-bootstrapping-zu-venture-capital>.

Heieck, Oliver (2015): Europa verliert an Gewicht, 2050 nur noch Deutschland in Top10 der Volkswirtschaft, 18. Februar 2015, abgerufen am 23. November 2015, <http://www.pwc.de/de/pressemitteilungen/2015/europa-verliert-an-gewicht-2050-nur-noch-deutschland-in-top10-der-volkswirtschaften.html>.

HM Revenue & Customs (Hrsg.) (2013): Business tax – guidance: Seed Enterprise Investment Scheme, 22. Oktober 2013, abgerufen am 16. November 2015, <https://www.gov.uk/guidance/seed-enterprise-investment-scheme-background>.

Hodgkinson, Tom (2015): We live in an age of disruption. I'd rather be creative, 29. September 2015, abgerufen am 22. November 2015, <http://www.theguardian.com/commentisfree/2015/sep/29/disruption-everywhere-uber-airbnb-creative>.



Hoffmann, Alex (2013): Verkaufsgewinne aus Streubesitz steuerfrei, 28. Februar 2013, abgerufen am 16. November 2015, <http://www.gruenderszene.de/news/streubesitzdividende-soll-besteuert-werden>.

Hwang, Victor (2012): What´s the difference between private equity and venture capital?, 01. Oktober 2012, abgerufen am 03. Oktober 2015, <http://www.forbes.com/sites/victorhwang/2012/10/01/presidential-debate-primer-whats-the-difference-between-private-equity-and-venture-capital/>.

Jackson, Peter / Young, Robert / Meakin, James / Stewart, James (o. J): SEIS and EIS – Time for reflection, o. J., abgerufen am 16. November 2015, <http://united-kingdom.taylorwessing.com/fileadmin/files/docs/SEIS-EIS-Time-for-reflection.pdf>.

Kaczmarek, Joel (2013): Welcher Investor ist der richtige?, 03. Mai 2013, abgerufen am 29. Oktober 2015, <http://www.gruenderszene.de/allgemein/investor-finden>.

Kirchhof, Roland (2015): Anti-Angel-Gesetz II – Wie die Pläne des Finanzministers Startups benachteiligen würden, 30. Juli 2015, abgerufen am 22. November 2015, <http://www.gruenderszene.de/allgemein/streubesitzbesteuerung-reform-business-angels-startups>.

Korte, Adrian (2014): Was ist eigentlich ein Startup? Eine Definition, 17. Juni 2014, abgerufen am 22. September 2015, <http://cmd-a.de/234/startup-definition.html>.

Kriesel, Thomas (2015): Nach dem Anti-Angel-Gesetz, 18. September 2015, abgerufen am 22. November 2015, <http://getstarted.de/nach-dem-anti-angel-gesetz/>.

Kyriasoglou, Christina (2015): HellFresh kündigt Börsengang an, 28. Oktober.2015, abgerufen am 05. November 2015, <http://www.gruenderszene.de/allgemein/hellofresh-borsengang-ankuendigung>.

Lee, Aileen (2013): Welcome To The Unicorns Club: Learning From Billion-Dollar Startups, 02. November 2013, abgerufen am 22. November 2015, <http://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/>.

Nöll, Florian (2015): Rekord: Soviel Wagniskapital hatten wir noch nie, 07. Januar 2015, abgerufen am 21. September 2015, <https://floriannoell.de/2015/01/07/rekord-soviel-wagniskapital-hatten-wir-noch-nie/>.

Picker, Leslie / Isaac, Mike (2015): Uber said to plan another \$1 Billion in Fund-Raising, 23. Oktober 2015, abgerufen am 05. November 2015,

[http://www.nytimes.com/2015/10/24/business/dealbook/uber-said-to-plan-another-1-billion-in-fund-raising.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2015/10/24/business/dealbook/uber-said-to-plan-another-1-billion-in-fund-raising.html?_r=1).

Senatsverwaltung der Finanzen (Hrsg.) (o. J.): FAQ Gewerbesteuer, o. J., abgerufen am 16. November 2015, <https://www.berlin.de/sen/finanzen/steuern/informationen-fuer-steuerzahler-/faq-steuern/artikel.9362.php>.

Sorge, Nils-Viktor (2015): Wie das Tech-Triumvirat Exxon, GE und Co. deklassiert, 03. Juni 2015, abgerufen am 27. Oktober 2015, <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/it/apple-microsoft-google-sind-wertvollste-firmen-weltweit-a-1031024.html>.

Vereinigung Baden-Württembergische Wertpapierbörse e. V. (Hrsg.): Finanzierungsphasen, o. J., abgerufen am 23. September 2015, <https://www.vc-bw.de/fuer-gruender/finanzierungsphasen/>.

Vertical Media GmbH (Hrsg.) (o. J.a): Inkubator – Was ist ein Inkubator?, o. J., abgerufen am 29. Oktober 2015, <http://www.gruenderszene.de/lexikon/begriffe/inkubator>.

Vertical Media GmbH (Hrsg.) (o. J.b): Accelerator- Was ist ein Accelerator?, o. J., abgerufen am 29. Oktober 2015, <http://www.gruenderszene.de/lexikon/begriffe/accelerator>.

Vertical Media GmbH (Hrsg.) (o. J.c): Venture-Capitalist – Was ist ein Venture-Capitalist?, o. J., abgerufen am 05. November 2015, <http://www.gruenderszene.de/lexikon/begriffe/venture-capitalist-vc>.

WEKA Media GmbH & Co. KG (Hrsg.) (o. J. a): Was ist Venture Capital?, o. J., abgerufen am 23. September 2015, <http://www.foerderland.de/finanzen/finanzierung-im-ueberblick/venture-capital/>.

WEKA Media GmbH & Co. KG (Hrsg.) (o. J. b): Definition – Was ist ein Business Angel?, o. J., abgerufen am 27. Oktober 2015, <http://www.foerderland.de/finanzen/business-angels/>.

WEKA Media GmbH & Co. KG (Hrsg.) (o. J. c): Early Stages, o. J., abgerufen am 11. Oktober 2015, <http://www.foerderland.de/finanzen/investitionsphasen/early-stages/>.

WEKA Media GmbH & Co. KG (Hrsg.) (o. J. d): Later Stage, o. J., abgerufen am 20. Oktober 2015, <http://www.foerderland.de/finanzen/investitionsphasen/later-stages/>.

Wiener Börse AG (Hrsg.) (o. J.): Abgrenzungsmerkmale zwischen Private Equity und Venture Capital, o. J., abgerufen am 23. November 2015,

<http://www.unternehmensfinanzierung.at/expansion/privateequity/abgrenzung.html>.

Wolpers, Stefan (2010): The art of bootstrapping – Part 1, 02. August.2010, abgerufen am 25. Oktober 2015, [http://www.gruenderszene.de/expert-articles/the-art-of-bootstrapping-part-](http://www.gruenderszene.de/expert-articles/the-art-of-bootstrapping-part-1)

[1](http://www.gruenderszene.de/expert-articles/the-art-of-bootstrapping-part-1).

## Anhang

Unterscheidungskriterium	Private Equity	Venture Capital
Typ des Unternehmens	Etabliert, verfügt bereits über ausgereifte Produkte	Jung, innovativ und rasch wachsend
Managementunterstützung durch den Eigenkapitalgeber	Niedrig	Hoch
Beteiligungsdauer	Unterschiedlich (kommt auf den Finanzierungsfall und die Motive an)	4 bis 8 Jahre
Risiko	Überschaubar bzw. abschätzbar	Hoch
Phase des Unternehmens	Unternehmen ist bereits in einer fortgeschrittenen Entwicklungsphase	Frühphase
Motive der Finanzierung	Expansion, MBO/MBI, Spin-off und Pre-IPO	Start-up, Expansion, MBO/MBI und Spin-off

Abbildung 10: Abgrenzungsmerkmale zwischen Private Equity und Venture Capital  
Quelle: Wiener Börse AG (Hrsg.) (o. J.), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

### Berechnung der Steuerlast für das Beispiel aus 4.1.1:

Formel zur Berechnung der zu zahlenden Gewerbesteuer:

Steuermessbetrag = Gewerbeertrag x Steuermesszahl

zu zahlende Gewerbesteuer = Steuermessbetrag x Hebesatz der Gemeinde

Gewerbeertrag: 550.000 Euro

Steuermesszahl: 3,5 % (§ 11 Abs. 2 GewStG)

Hebesatz für Berlin: 410 %<sup>279</sup>

550.000 Euro x 3,5 % = 19.250 Euro

19.250 Euro x 410 % = 78.925 EUR

Berechnung der Körperschaftssteuer (KSt):

KSt inkl. Solidaritätszuschlag: 15,825% (§ 23 Abs. 1 KStG i. V. m. § 4 SolzG)

550.000 Euro x 15,825 % = 87.037,50 Euro

Steuerlast gesamt: 78.925 Euro + 87.037,50 Euro = 165.962,50 Euro

165.962,50 Euro / 550.000 Euro = 30,0175 %

<sup>279</sup> Vgl. Senatsverwaltung der Finanzen (Hrsg.) (o. J.), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).