

Carte blanche

# Funktioniert der Risikokapitalmarkt?

Von Pascal Gantenbein\*

Letzte Woche hat der Bundesrat den Bericht über das «Risikokapital in der Schweiz» verabschiedet. Der Bericht gelangt zum Ergebnis, dass Allokation von Risikokapital zur Finanzierung von Jungunternehmen in der Schweiz insgesamt gut funktioniert. Dies gelte auch für den Informationsaustausch zwischen Investoren und Start-ups. Es gebe daher weder einen «Funding Gap» noch einen «Information Gap». Auch sei mangels nachweisbarer Defizite in der Generierung von Innovationen kein «Innovation Gap» erkennbar. Die Probleme lägen vor allem in der Frühphasenfinanzierung. Ausschlaggebend seien das damit verbundene hohe Investitionsrisiko und die tendenziell tiefe Risikobereitschaft der Investoren.

Gemäss dem Bericht sollen Verbesserungen in den steuerlichen Rahmenbedingungen sowie im Aktienrecht umgesetzt werden. Diese beinhalten Massnahmen zur Erhöhung der Rechtssicherheit hinsichtlich der Behandlung von Kapitalgewinnen, die Abschaffung der Emissionsabgabe auf das Eigenkapital sowie Änderungen beim Beteiligungsabzug. Zudem soll im Rahmen der Aktienrechtsrevision die Möglichkeit eines sogenannten Kapitalbandes geschaffen werden, innerhalb welchem Kapitaländerungen einfacher und günstiger umzusetzen sein werden. Der Bericht ist in verschiedener Hinsicht positiv zu werten. Zunächst kann bereits die Auseinandersetzung der Regierung mit diesem für das Wachstum der Schweiz zentralen Thema nicht hoch genug geschätzt werden. Inhaltlich lässt sich die Analyse weitgehend mit den Daten der Universität Basel zum Venture-Capital-Investitionsmarkt im Bereich von Unternehmen der Hochtechnologie bestätigen. Darin zeigt sich, dass zwischen 2007 und 2011 nicht nur der gesamte Wagniskapitalmarkt stark gelitten hat, sondern innerhalb von diesem insbesondere Finanzierungen der Seed- und Start-up-Phase um rund 80 Prozent eingebrochen sind. Ab 2009 ist es für Jungunternehmen in dieser frühen Phase nahezu unmöglich gewesen, an Kapital zu gelangen. Das hat damit zu tun, dass Investoren entweder infolge der gestiegenen Risikoaversion nicht mehr in Start-ups investieren wollten oder dies gar nicht konnten, da sie noch in

früheren Beteiligungen engagiert waren, welche sich in der Krise nicht veräussern liessen. Und solche Engpässe wiederum behindern zumindest vorübergehend die Umsetzung von Innovationen in marktfähige Produkte.

Auch die Erkenntnis, dass das schweizerische Steuersystem zahlreiche Aspekte aufweist, welche für Jungunternehmer problematisch sind, ist zutreffend. Effektiv sind derzeit nicht nur der Emissionsstempel sowie die Kapitalbesteuerung auf dem Aktienkapital als Hindernisse zu sehen, da sie die Substanz für wertschaffende Investitionen reduzieren, sondern auch die Tatsache, dass Business Angels Kapitalgewinne im Privatvermögen versteuern müssen. Das Problem ist hierbei weniger die Besteuerung per se, sondern der Umstand, dass aufgrund der typischerweise geringen Zahl von Projekten und der mehrjährigen Realisierungszeiten faktisch kaum eine Verrechnung mit Verlusten möglich ist. Dies wäre jedoch ein wesentliches Kriterium zur Steigerung der Attraktivität von Investitionen in Venture

**Gemäss dem Bericht des Bundesrats soll ein verbessertes Konkursrecht für Jungunternehmer geschaffen werden.**

Capital, da erfahrungsgemäss nur ein geringer Prozentsatz der Projekte überhaupt reüssiert. Heute trägt der Investor diese Risiken voll, während die Erfolge besteuert werden.

Wird anstelle einer direkten Investition aus Privatmitteln eine Risikokapitalgesellschaft in Form einer juristischen Person zwischengeschaltet, kommt eine weitere Besteuerungsstufe hinzu. Die Rechtsformneutralität bei den Ausschüttungen ist daher nicht erfüllt. Mit dieser steuerlichen Behandlung ist eine wesentliche Lücke im Finanzmarkt verbunden: das weitgehende Fehlen von Institutionen, die Risikokapital vermitteln. Ob schon diese Form des Poolings sowohl aus Gründen der Diversifikation wie der Professionalität

ökonomisch sinnvoll wäre und wesentlich zur Glättung der hohen Zyklizität der Finanzierungen beitragen würde, hat sie sich am Schweizer Markt nicht genügend etabliert. Das als Alternative gedachte Swiss Limited Partnership ist zwar steuerlich attraktiver, jedoch ist sein Anwendungsbereich aus organisatorischen Gründen begrenzt.

Vor diesem Hintergrund gehen die beschlossenen Massnahmen in die richtige Richtung. Zudem wird mit dem Kapitalband ein Stück weit dem Anliegen Rechnung getragen, ein verbessertes Konkursrecht für Jungunternehmen zu schaffen. Gleichwohl gibt es noch verschiedene Handlungsfelder: Zunächst ist nicht klar, ob die intendierte Rechtssicherheit bei der Behandlung von Kapitalgewinnen für Business Angels wirklich erreicht werden kann und ob es zur Abschaffung der Emissionsabgabe auf Eigenkapital kommt, da Letztere erst im Rahmen der Unternehmenssteuerreform III vorgesehen ist.

Zudem gibt es eine Reihe von Aspekten, die nicht Gegenstand des Reports waren. Dies betrifft etwa die Problematik, dass in investitionsintensiven Branchen Venture Capital nicht nur in der Früh; sondern auch in der Expansionsphase zyklisch ist, was nicht selten die Existenz der Unternehmung gefährdet. Auch wurde nicht analysiert, warum Pensionskassen nicht mehr Kapital in Venture Capital investieren. Es trifft zwar zu, wenn der Bundesrat feststellt, dass Pensionskassen heute bis zu 15 Prozent in alternative Anlagen investieren dürfen und nicht mit zusätzlichen Investitionsvorgaben belastet werden sollen. Das Kernproblem und der Grund für die in der Praxis weitaus tieferen Quoten liegt jedoch in der fehlenden Attraktivität von Venture Capital für Pensionskassen, da diese aufgrund des Reportings faktisch einen kurzen Horizont haben, Investitionen in Wagniskapital aber eines langen Horizonts bedürfen. Die Lösung dürfte deshalb in der Tat nicht in zusätzlichen Anlagevorschriften liegen, sondern in einer Reduktion jener Anreize, welche heute einer Investition in Risikokapital entgegenstehen. Dies beinhaltet nicht zuletzt auch die Schaffung von intermediären wie Risikokapitalgesellschaften.

\* Pascal Gantenbein ist Professor für Finanzmanagement an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät (WWZ) der Universität Basel.