

# Eine neue VC-Agenda für Deutschland und Europa

Warum wir privates Wachstums-  
kapital mobilisieren müssen und  
wie wir das schaffen

**BVK**

**IEF**

**SCHALAST**  
LAW | TAX

LAKE  
STAR

**Wir danken den Interview-  
partner/innen unserer Studie  
für ihre Unterstützung**



**DR. SOPHIE  
AHRENS-GRUBER**  
Principal  
Acton Capital

.....



**DR. PATRICK  
BEITEL**  
Geschäftsführer  
Yttrium

.....



**DR. HENDRIK  
BRANDIS**  
Managing Partner  
Earlybird

.....



**ZOE  
FABIAN**  
Managing Director  
Eurazeo

.....



**DR. JEANNETTE  
ZU FÜRSTENBERG**  
Managing Partner  
La Famiglia

.....



**JULIANE  
HAHN**  
Founding Partner  
Signature Ventures

.....



**DR. REGINA  
HODITS**  
General Partner  
Wellington Partners

.....



**DR. KLAUS  
HOMMELS**  
Founder & Chairman  
Lakestar

.....



**DR. GESA  
MICZAIKA**  
Geschäftsführerin  
AUXOXO Beteiligungen

.....



**DR. PAUL-JOSEF  
PATT**  
CEO & Managing Partner  
eCapital

.....



**DR. INGO  
POTTHOF**  
Managing Partner  
UVC Partners

.....



**MARK  
SCHMITZ**  
Vorstand  
equation AG

.....



**MARKUS  
SOLIBIEDA**  
Managing Director  
BASF Venture Capital

.....



**DANIJEL  
VIŠEVIĆ**  
Founding Partner  
World Fund

.....

# Vorwort

In unserer Studie *Treibstoff Venture Capital* haben wir bereits 2018 das Venture-Capital-Ökosystem in Deutschland beleuchtet und die bestehenden Investitionshemmnisse analysiert. Seitdem haben sich der deutsche Venture-Capital-Markt und damit die Finanzierungsmöglichkeiten für deutsche Start-ups und junge Wachstumsunternehmen deutlich verbessert. Allerdings hat sich die Finanzierungslücke in Europa gegenüber den USA oder China nicht verringert. Zudem ist ein Großteil des Wachstums in Deutschland und Europa auf das erheblich gestiegene Engagement US-amerikanischer und anderer internationaler Investor/innen zurückzuführen.

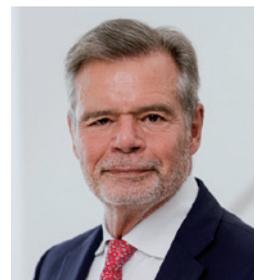
Daraus resultiert für Deutschland weiterhin dringender Handlungsbedarf, um die wirtschaftliche und technologische Position unseres Landes, die damit untrennbar verbundene wirtschaftliche Souveränität und somit unseren Wohlstand zu sichern. Start-ups sind der Mittelstand von morgen und junge Technologieunternehmen zentrale Wachstumstreiber und Gestalter von Transformationsprozessen. Ihr Potenzial bleibt aber noch immer in großen Teilen ungenutzt, weil es in Europa im Allgemeinen und in Deutschland im Besonderen trotz positiver Entwicklungen nach wie vor an genügend Wagniskapital fehlt. Dabei ist das Kapital in Form der europäischen und deutschen Altersvorsorgesysteme sowie von privatem Vermögen vorhanden, wird aber nach wie vor in unzureichendem Maße in die volkswirtschaftlich wirksamsten und zugleich rentablen Bahnen gelenkt.

Die Start-up-Strategie der Bundesregierung enthält wichtige Maßnahmen zur Förderung der Start-up- und Venture-Capital-Landschaft in Deutschland und Europa. Mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz und der Erleichterung des Fachkräftezugangs existieren zwei Gesetzesinitiativen, die zentrale Schwachstellen im Ökosystem adressieren. Nur, die dort angekündigten Maßnahmen müssen rasch und umfassend umgesetzt werden.

Der Bundesverband Beteiligungskapital (BVK), die Internet Economy Foundation (IE.F) sowie Lakestar und Schalast & Partner Rechtsanwälte haben den deutschen Venture-Capital-Markt beleuchtet. Die vorliegende Studie zieht nicht nur eine Zwischenbilanz, sondern analysiert auch die Wachstumshemmnisse. Außerdem identifiziert sie fünf konkrete politische Handlungsempfehlungen, um mehr Wagniskapital in Deutschland und Europa zu mobilisieren. Die Maßnahmen können dazu beitragen, den Venture-Capital-Standort Deutschland und damit auch Europa zu einem globalen Kraftzentrum zu gestalten. Dafür braucht es einen Dialog auf Augenhöhe zwischen Politik und Marktakteuren. Wir hoffen, dass wir mit dieser Studie einen Beitrag dazu leisten, und laden Sie herzlich ein, sich daran zu beteiligen!



**Ulrike Hinrichs**  
Geschäftsführendes  
Vorstandsmitglied  
Bundesverband  
Beteiligungskapital



**Dr. Friedbert Pflüger**  
Vorsitzender  
Internet Economy  
Foundation

# EINE VC-AGENDA FÜR DEUTSCHLAND

## Fünf Handlungsfelder auf dem Weg zum Champion

### 1. Wissenstransfer

Wir müssen die Vorzüge von Investitionen in Wachstumskapital in den Köpfen von Bevölkerung und Entscheidungsträger/innen verankern

### 2. Mobilisierung von Vermögen

Wir müssen Kapital stimulieren und es ihm erlauben, an die richtigen Stellen zu fließen

### 3. Abbau von Hürden

Wir müssen den Rechtsrahmen international wettbewerbsfähig gestalten

### 4. Gute Ideen, gute Geschäfte

Wir brauchen eine bessere Unterstützung von Ausgründungen

### 5. Mehr Diversität

Wir müssen Frauen unterstützen, in Start-ups und Venture-Capital-Fonds zu arbeiten

# Inhalt

<b>1</b>		
<b>DIE MOTIVATION</b>		<b>6</b>
Warum Wachstumskapital nie wichtiger war als heute		
.....		
<b>2</b>		
<b>ERFOLGSGARANT FÜR DIE ZUKUNFT</b>		<b>10</b>
Die Bedeutung von Venture Capital für Deutschland und Europa		
.....		
<b>3</b>		
<b>DIE FAKTEN</b>		<b>20</b>
Deutschland und Europa fehlt es an Wagniskapital		
.....		
<b>4</b>		
<b>DRINGENDER NACHHOLBEDARF</b>		<b>30</b>
Die großen Hürden für Venture-Capital-Investments in Deutschland und Europa		
.....		
<b>5</b>		
<b>EINE VC-AGENDA FÜR DEUTSCHLAND</b>		<b>40</b>
Fünf Handlungsfelder auf dem Weg zum Champion		
.....		

**1**

**DIE MOTIVATION:  
WARUM WACHS-  
TUMSKAPITAL  
NIE WICHTIGER  
WAR ALS HEUTE**

Risikobereitschaft kann sich besonders in Krisenzeiten auszahlen. Das zeigen unter anderem die Beispiele von Airbnb, Uber und WhatsApp. Sie alle wurden inmitten oder kurz nach der Finanzkrise 2008/2009 in den USA mithilfe von Wagniskapital<sup>1</sup> gegründet und stiegen anschließend – unterstützt durch weiteres Wagniskapital – zu Weltunternehmen auf. Ähnliches gelang im Deutschland der 1950er Jahre: Damals wurde durch mutige Investitionen und Unternehmergeist der Grundstein für das Wirtschaftswunder gelegt. Ob eine neue Generation an europäischen Wachstumsunternehmen diesem Beispiel folgen kann, werden die nächsten Jahre zeigen.

Sicher ist: Europas Venture-Capital-Markt steht vor seiner bisher größten Bewährungsprobe. Infolge der Zinswende und der wirtschaftlichen Unsicherheit aufgrund des russischen Angriffs auf die Ukraine hat sich das Investitionsklima spürbar abgekühlt.<sup>2</sup> Für viele Wachstumsunternehmen ist es deutlich schwerer geworden, Kapital einzusammeln. Die vor allem für größere Finanzierungsrunden (ab einem Volumen von 50 Mio. Euro und mehr) so wichtigen US-Venture-Fonds haben sich in der aktuellen Krise zum Teil aus dem europäischen Markt zurückgezogen und werden dies möglicherweise fortsetzen. Der Rückzug kommt zur Unzeit: Europa im Allgemeinen und Deutschland im Besonderen bräuchten nicht weniger, sondern deutlich mehr Venture-Capital-Investitionen, um die wirtschaftliche Prosperität zu sichern.

Zur Wahrheit gehört, dass sich die Finanzierungslücke gegenüber den USA in den letzten Jahren nicht wesentlich verringert hat. Die europäische Aufholjagd erweist sich bei genauerem Hinsehen als bruchstückhaft. Gemessen an der durchschnittlichen Dealgröße kommt

Europa nur in der Angel-/Seed-Phase an die USA heran. In allen späteren Phasen ist die Kluft enorm. Insgesamt wurden in Europa im vergangenen Jahr etwa 77 Mrd. Euro Venture Capital von verschiedensten Investoren investiert – und damit etwa 111 Mrd. Euro weniger als in den USA, wo Investoren zuletzt etwa 188 Mrd. Euro aufwendeten.<sup>3</sup> Oder anders formuliert: In den USA wurde fast zweieinhalb mal so viel Wagniskapital bereitgestellt wie in Europa. Vergleicht man die Venture-Capital-Investitionen pro Kopf, fällt die Kluft sogar noch größer aus. Und der im August 2022 in Kraft getretene Inflation Reduction Act, der Wertschöpfung in den USA massiv subventioniert, macht den Standort USA für Start-ups<sup>4</sup> noch attraktiver, sodass die Finanzierungslücke droht, noch größer zu werden.

Die Achillesferse der hiesigen Gründerszene ist und bleibt die große Finanzierungslücke in der sogenannten Later Stage (Wachstumsphase). Europäische Wachstumsunternehmen sammeln hier im Schnitt deutlich weniger Kapital ein als internationale Wettbewerber. Während amerikanische Unternehmen in der Later Stage im Mittel auf 13,7 Mio. Euro kommen, müssen sich europäische Firmen mit 5,8 Mio. Euro begnügen.<sup>5</sup>

Deutschland steht nicht besser da als seine europäischen Nachbarn. 9,4 Mrd. Euro stellten Investor/innen Wachstumsunternehmen hierzulande im Jahr 2022 zur Verfügung.<sup>6</sup> Das entspricht umgerechnet 0,25% gemessen am deutschen Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Jahres 2022. Zum Vergleich: In den USA wurde im Jahr 2022 ein Wert von umgerechnet 0,78% des dortigen BIP als Wagniskapital investiert – ein nach wie vor signifikanter Unterschied. Ähnliches lässt sich im Hinblick auf China

behaupten, das die Förderung von Zukunftsfeldern wie künstlicher Intelligenz, Biotechnologie oder der Chip-industrie zur Staatsdoktrin erhoben hat.

In Deutschland wird der Handlungsbedarf immer dringlicher: Der Außenhandelsüberschuss sinkt von Jahr zu Jahr.<sup>7</sup> In wichtigen Branchen wie der Automobilindustrie, der Chemie oder der Finanzwirtschaft haben deutsche Unternehmen in den letzten beiden Dekaden im globalen Vergleich deutlich an Wert und Bedeutung verloren.<sup>8</sup> Noch ist völlig unklar, wer diese Lücke in Zukunft schließen wird und den Wohlstand von morgen erwirtschaftet. Wie es gehen könnte, zeigt der Blick über den Atlantik: Fünf der aktuell sieben wertvollsten US-Firmen sind Technologieunternehmen, die weniger als 50 Jahre alt sind.

Zumindest an Vermögen und potenziellem Investorenkapital mangelt es nicht. Allein der Kapitalstock der 1.000 größten Pensionskassen und Versorgungswerke Europas wuchs 2021 um 600 Mrd. Euro und betrug zuletzt rund 9,7 Bio. Euro.<sup>9</sup> Bereits ein Bruchteil dieses Privatvermögens würde ausreichen, um die Venture-Capital-Lücke zu den USA zu schließen. Ganz ähnliche Gedankenspiele lassen sich für Deutschland anstellen, wo die Privathaushalte 2021 316 Mrd. Euro neu sparten und Mitte 2022 über ein Geldvermögen von 7,5 Bio. Euro verfügten.<sup>10</sup> Hinzu kommt: Wer den Wagniskapitalmarkt bei seinen Anlageentscheidungen per se ausspart, klammert einen attraktiven Baustein zum Vermögensaufbau im Alter aus.

Die vorliegende Studie zieht vor diesem Hintergrund eine aktuelle Bilanz für den deutschen und europä-

ischen Venture-Capital-Markt: Wie hat sich die Wagniskapitalbranche im Vergleich zu den Vorreitern aus dem Ausland entwickelt? Wo konnte Boden gutgemacht werden, welche Abhängigkeiten bestehen weiterhin? Eine zentrale Erkenntnis lautet, dass die Liste der Wachstumshemmnisse für Start-up-Investments in den letzten Jahren nicht kürzer geworden ist. Gleichzeitig ist die Dominanz von ausländischen Investoren stark gewachsen. Die Studie macht deshalb Vorschläge, wie sich auch hierzulande ein dynamischer und international bedeutender Venture-Capital-Markt aufbauen lässt – damit die Gründer/innen von morgen aus eigener Kraft unterstützt werden können und die gesamte Volkswirtschaft von den Wohlstandsgewinnen profitiert.

Die Kernaussagen der Studie – und alle Zitate – basieren auf einer Vielzahl von Interviews, die wir mit Manager/innen von Venture-Capital-Fonds, Kapitalgebern und weiteren Stakeholdern des Venture-Capital-Marktes im November und Dezember 2022 geführt haben. Darüber hinaus haben wir umfangreiches Daten- und Studienmaterial ausgewertet.

## **HENDRIK BRANDIS**

»In Europa fehlt es an Wachstumskapital bei VC-Direktinvestitionen. Dabei mangelt es in Deutschland und Europa nicht am Geld. Verglichen mit den Summen, die für andere Ausgaben im Raum stehen, sind die Investments in den VC-Markt nahezu rührend.«

## **KLAUS HOMMELS**

»Bei der Attraktivität von Wachstumskapital geht es nicht um Glauben oder Meinen: Dazu gibt es völlig belastbare Zahlen.«

## **INGO POTTHOF**

»In den letzten Jahren gab es in Deutschland enorme Fortschritte beim Venture Capital. Dennoch besteht die Finanzierungslücke zu den USA nach wie vor.«

## **REGINA HODITS**

»Durch die sich ändernden äußeren Rahmenbedingungen laufen wir aktuell Gefahr, dass die Amerikaner ihre Gelder vermehrt im heimischen Markt anlegen und damit den europäischen Märkten Kapital entziehen. Ich würde mir wünschen, dass europäische Anleger die Lücke schließen.«

## **ZOE FABIAN**

»Aktuell erleben wir eine gesunde Bereinigung des Tech-Funding- und Start-up-Ökosystems. Kurzfristig orientierte Investoren ziehen Kapital aus dem Markt zurück und es wird insgesamt stärker auf Effizienz geachtet. Ungebrochen bleibt die Stärke von Gründungsteams und den Produkten und Technologien, die sie entwickeln und auf den Markt bringen. Es ist daher eine zukunftssträchtige Zeit, in der Innovationen weiter vorangetrieben werden.«

**2**

**ERFOLGSGARANT  
FÜR DIE ZUKUNFT:  
DIE BEDEUTUNG VON  
VENTURE CAPITAL  
FÜR DEUTSCHLAND  
UND EUROPA**

Oliver Samwer, Gründer zahlreicher erfolgreicher Start-ups und der Beteiligungsgesellschaft Rocket Internet, hat das Rezept für ein funktionierendes Unternehmen vor einigen Jahren prägnant auf den Punkt gebracht: „Für ein Unternehmen braucht man eine Idee, einen Gründer und Kapital. Fehlendes Kapital können wir nicht durch größere Schlaueheit ersetzen.“<sup>11</sup> Daran hat sich nichts geändert: Ohne ausreichende Kapitalausstattung kann ein Unternehmen nicht existieren und wachsen, selbst wenn die Produktideen noch so erfolversprechend und die Gründer/innen noch so motiviert sind.

An guten Ideen mangelt es in Deutschland nicht. Mit 2,0 Patentanmeldungen pro 1.000 Einwohner rangierte Deutschland im Jahr 2020 klar vor den USA (1,5) und China (1,0). Andere europäische Länder liegen allerdings hinter den beiden großen Wettbewerbern. So kommt Frankreich nur auf knapp 1,0 Patente pro 1.000 Einwohner, Großbritannien auf 0,8 und Italien auf 0,6.<sup>12</sup> Bei den Gründungen zeigte sich in den Jahren 2020 und 2021 trotz der Corona-Krise eine starke Dynamik. 2020 wurden in Deutschland 3.010 Start-ups gegründet, ein Anstieg gegenüber 2019 um knapp 19%. 2021 lag die Zahl bei 3.348 neu gegründeten Start-ups, ein weiterer Anstieg um gut 11%.<sup>13</sup>

Die größte Hürde existiert bei der Mobilisierung von Wagniskapital. Für 43,8% der deutschen Start-ups stellen 2022 – nach Daten des Deutschen Startup Monitors 2022 – Finanzierungsengpässe das größte Geschäftshindernis dar. Kein anderer Faktor wurde 2022 häufiger genannt. Der Mangel an qualifizierten Arbeitskräften (35,3%), gestörte Lieferketten (28,4%), Inflation (27,8%), geringe Nachfrage/schwache Auftragslage (24,6%), die

Ukraine-Krise (23,7%) und die Corona-Pandemie (22,3%) rangieren klar hinter der fehlenden Kapitalausstattung.<sup>14</sup>

Warum ist es so wichtig, Start-ups und engagierten Gründer/innen über den ganzen Weg des Wachstums hinweg genügend Kapital zukommen zu lassen? Wir sehen sechs Gründe, die die deutsche und europäische Volkswirtschaft in existenzieller Weise betreffen und ebenso die Menschen, die in diesen Volkswirtschaften leben. →A

## 1. Treiber der Transformation

Wir erleben global eine beispiellose Transformation der Wirtschaft hin zu einer nachhaltigen und digitalisierten Ökonomie. Im weltweiten Wettbewerb werden diejenigen Volkswirtschaften vorne dabei sein, die ihre Wirtschaft rasch und erfolgreich umbauen. Europa hat in der Transformation viel zu bieten: Hervorragend ausgebildete Fachkräfte, ausgeprägtes Know-how von Unternehmen und Wissenschaft in nachhaltiger Wirtschaft, Konsument/innen, die dem Thema Nachhaltigkeit aufgeschlossen gegenüberstehen, große Ambitionen auf nationaler und EU-Ebene sowie umfangreiche Mittel, die für die Pläne zur Verfügung gestellt werden.<sup>15</sup> Unzweifelhaft ist: Die anstehende tiefgreifende Transformation kann nur mit starker Innovation und mit Wachstum gelingen – den beiden Kernelementen der DNA von Start-ups. Start-ups sind mit ihren zumeist digitalen Geschäftsmodellen ein zentraler Treiber der Digitalisierung in Wirtschaft und Gesellschaft. Zahlreiche europäische Start-ups beschäftigen sich zudem mit nachhaltigen Lösungen, wie beispielsweise die „1000+ profitable

---

## **A Wagniskapital spielt eine entscheidende Rolle für die europäische Volkswirtschaft und ihre Zukunft**

---

Sechs Gründe, warum Wagniskapital für Europa so wichtig ist

### **1 Treiber der Transformation**

---

### **2 Stärkung von Europa im globalen Wettbewerb**

---

### **3 Breite Anbieterlandschaft für innovative Lösungen**

### **4 Erneuerung der KMU-Landschaft**

---

### **5 Breite Teilhabe an der Wertschöpfung von Start-ups**

---

### **6 Jobmotor Start-ups**

---

Quelle: Roland Berger

solutions to protect the environment“ zeigen, die die Solarimpulse Foundation identifiziert hat und deren Nachhaltigkeit und Marktfähigkeit von unabhängigen Expert/innen geprüft wurden.<sup>16</sup> Nach Daten des auf Climate-Tech spezialisierten World Fund konnte Europa im Jahr 2021 mit 363 neuen Unternehmen im Bereich Climate-Tech mehr Gründungen verzeichnen als die USA mit 243 Unternehmen.<sup>17</sup> In Deutschland ordneten 2022 46% aller Start-ups ihre Produkte oder Dienstleistungen der „Green Economy“ zu.<sup>18</sup> Mit ausreichendem europäischen Wagniskapital gilt es nun, das enorme Potenzial zu heben und diese Unternehmen groß und erfolgreich zu machen.

### **2. Stärkung von Europa im globalen Wettbewerb**

Europa steht im globalen Wettbewerb mit den USA und China – und mit weiteren, aufstrebenden Volkswirtschaften. Die USA sind in vielen kritischen Wirtschaftsbereichen Technologieführer, vor allem in der Digitalwirtschaft (Cloud, Smartphones, Satellitenkommunikation, Suchmaschinen, E-Commerce, AI etc.), auch die führende Start-up- und VC-Szene ist dort ansässig. Mit dem Inflation Reduction Act haben sie im zweiten Halbjahr 2022 ein Subventionsgesetz auf den Weg gebracht, das heimische Wertschöpfung und Beschäftigung in

Zukunftsbranchen wie erneuerbaren Energien, Elektromobilität und neuartigen Herstellungsverfahren bevorzugt.<sup>19</sup> Das Gesetz setzt Europa unter Zugzwang und macht den Standort USA auch für Start-ups noch attraktiver. China strebt mit seiner Industriepolitik, bekräftigt von Staats- und Parteichef Xi Jinping auf dem 14. Parteitag der Kommunistischen Partei Chinas im Oktober 2022, die führende Position in Schlüsseltechnologien an und investiert dafür immense Mittel im In- und Ausland. Beide Länder beherrschen mit ihren Netzgiganten die Internetwirtschaft.

Europa kann im Wettbewerb mit den USA und China nur bestehen, wenn es sein Know-how, das reichlich in Universitäten, Forschungseinrichtungen und Unternehmen vorhanden ist, in marktfähige Produkte und Geschäftsmodelle umsetzt. Dafür sind Start-ups unerlässlich. Sie bringen neue Ideen ein, sind schnell und ihre Lösungen und Geschäftsmodelle häufig disruptiv. Ihre Gründer/innen sind kreativ, unternehmerisch denkend und hoch motiviert. Um erfolgreich zu sein und zu wachsen, benötigen Start-ups ausreichend Kapital. Und: Im Wettbewerb mit den USA und China ist es nicht gleichgültig, woher das Kapital für europäische Start-ups kommt. Europäische Nationen und ihre Bürger/innen teilen gleiche Werte und europäische Souveränität funktioniert nur, wenn europäische Start-ups maßgeblich von europäischen Investor/innen finanziert werden. Dies gilt auch für Deutschland. Es muss der Anspruch der größten europäischen Volkswirtschaft sein, eine schlagkräftige und kapitalstarke Venture-Capital-Szene auf internationaler Augenhöhe zu haben.

### 3. Breite Anbieterlandschaft für innovative Lösungen

Start-ups sorgen für innovative Angebote für Verbraucher/innen und Unternehmen. Sie konkurrieren mit etablierten Unternehmen und stärken so den Wettbewerb<sup>20</sup> – wenn sie die Möglichkeit haben, ihr Geschäftsmodell zu skalieren und ihre Lösungen vielen Abnehmern anzubieten. So können Verbraucher/innen und Unternehmer/innen nicht nur aus einem großen Portfolio von immer besseren Lösungen wählen, sondern auch das Preisniveau bleibt niedrig. Breite Schichten von Konsument/innen profitieren davon und Unternehmen, die die Lösungen nutzen, stärken ihre Wettbewerbskraft. Voraussetzung: Start-ups müssen es bis zum Markt schaffen – und dafür darf die Finanzierung nicht vorher stoppen.

### 4. Erneuerung der KMU-Landschaft

Kleine und mittelständische Unternehmen (KMUs) sind das Rückgrat der europäischen Volkswirtschaft insgesamt und der deutschen Wirtschaft im Speziellen. Viele KMUs sind seit Jahrzehnten erfolgreich, weil sie eine langfristige Strategie verfolgen und ihr Geschäftsmodell kontinuierlich anpassen. In den ersten Dekaden der Bundesrepublik floss viel Geld in die Entstehung einer KMU-Landschaft, die die Grundlage für die wirtschaftliche Prosperität Deutschlands war: Von 1950-1970 betrug der Mittelzufluss in KMUs und neue Unternehmen rund 4% des BIP, das meiste davon waren Bankkredite. Heute liegt dieser Wert nur noch bei 1%.<sup>21</sup> Für eine florierende KMU-Landschaft ist es aber nötig, dass sie auch heute weiter Input von außen bekommt, d.h., dass neue Unternehmen dazustoßen und mit den etablierten KMUs sowohl kooperieren

## **DANIJEL VIŠEVIĆ**

»Start-ups sind die Keimzellen der Industrie der nächsten Dekade. Wir haben einen top Boden. Wir dürfen nicht verpassen, diesen zu gießen.«

## **HENDRIK BRANDIS**

»Es spielt eine Rolle, woher das Kapital kommt. Bei Investitionen in Ventures nehmen die Investoren Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen im Bereich der Strategie und auf Standortentscheidungen.«

## **INGO POTTHOF**

»Ich mache mir überhaupt keine Sorgen um die Relevanz der Innovationen aus der Start-up-Szene. Das Fundament ist heute viel stärker als früher.«

## **KLAUS HOMMELS**

»Bei der VC-Finanzierung geht es um unsere europäische Souveränität. Sie erreicht man nur durch eine selbstbewusste Regulierung und viel europäisches Geld in der Growth-Phase, sodass wir die Governance bei uns behalten.«

## **MARK SCHMITZ**

»Venture Capital wird viel zu oft allein mit Verlustrisiko verbunden. Tatsächlich lässt sich dieses hervorragend diversifizieren, sodass das Risiko eines Totalausfalls bei einem intelligent gemanagten Portfolio fast verschwindet – und das bei weiterhin attraktiven Renditechancen.«

als auch konkurrieren. Start-ups sind der Mittelstand von morgen. Diese Rolle können sie nur erfüllen, wenn sie ausreichend finanziert werden, um zu wettbewerbsfähigen Unternehmen heranzuwachsen und zu Beschäftigung, Wohlstand und Innovation beizutragen. Ein Gradmesser für das Gelingen der Etablierung von Start-ups ist die Anzahl der Start-ups, die eine Marktbewertung von über eine Milliarde US-Dollar aufweisen, also „Unicorns“ sind. Zwar kann Deutschland Ende 2022 mit 36 Unicorns nach Großbritannien (57) die zweitmeisten in Europa aufweisen – die Lücke zu China (244) und den USA (701) ist aber nach wie vor gewaltig.<sup>22</sup>

## 5. Breite Teilhabe an der Wertschöpfung von Start-ups

Die Möglichkeit, in Start-ups zu investieren, ist nicht nur für vermögende private oder institutionelle Investor/innen interessant, sondern auch für breite Bevölkerungsschichten. Dass mit Investitionen in Start-ups attraktive Renditen erzielt werden können, ist unstrittig und mit Zahlen belegt. Investierte man vor zehn Jahren 100 Euro in europäisches Venture Capital, erhielt man im Durchschnitt jedes Jahr 20,70 Euro Nettorendite zurück, bei einer Investition vor fünf Jahren waren es sogar 30,70 Euro. Eine Investition in den MSCI Europe Index erzielte dagegen nur Nettorenditen von 5,10 Euro (Investition vor zehn Jahren) bzw. 1,60 Euro (Investition vor fünf Jahren).<sup>23</sup>

Häufig hört man allerdings das Argument, dass Investitionen in Start-ups zu risikoreich für Normalbürger/innen sind. Das Argument ist aber nicht stichhaltig, wenn Kleinanleger/innen nicht direkt in einzelne Start-ups, sondern

über professionelle Anleger – Kapitalsammelstellen – breit diversifiziert in diese Unternehmen investieren, wie es in den USA der Fall ist, in Deutschland aber aufgrund der Regulierung bisher nicht oder nur eingeschränkt möglich ist (s. Kapitel 4, Abschnitt „Zu wenig institutionelles Investment“). Kleinanleger/innen legen Geld – insbesondere für ihre Altersversorgung – in Pensionskassen, Versorgungswerken und Versicherungen an. Diese investieren vor allem in VC/PE-Dachfonds (Funds-of-Funds), deren Kapital in eine Vielzahl von Einzelfonds fließt. Jeder Einzelfonds investiert wiederum in ein breites Portfolio von Start-ups. Durch die mehrstufige Diversifikation wird eine große Risikostreuung erzielt, das Ausfallrisiko ist für Anleger/innen dadurch gering. →B

In einer Studie von equation, einem Asset-Manager für private Kapitalmärkte, wurde mit einer Monte-Carlo-Simulation ermittelt, welche Venture-Capital>Returns in Abhängigkeit vom Diversifizierungsgrad bei einem Fund-of-Funds-Investment erzielt werden können.<sup>24</sup> →C Ein gut diversifiziertes Fund-of-Funds-Portfolio (geringes Ausfallrisiko, hohe potenzielle Renditen) hält 12-15 Fonds oder 350-500 Portfolio-Unternehmen bei einem Investmentsschwerpunkt in der Frühphase (80% Pre-Seed und Seed, 10% Series A und B, 10% Series C+) und 250-350 Portfolio-Unternehmen bei einem gemischten Portfolio (60% Pre-Seed und Seed, 30% Series A und B, 10% Series C+). Bei einer geringeren Anzahl von Fonds steigt das Risiko überproportional, bei einer höheren Anzahl schwindet das Renditepotenzial, aber das Risiko nimmt nur marginal ab.

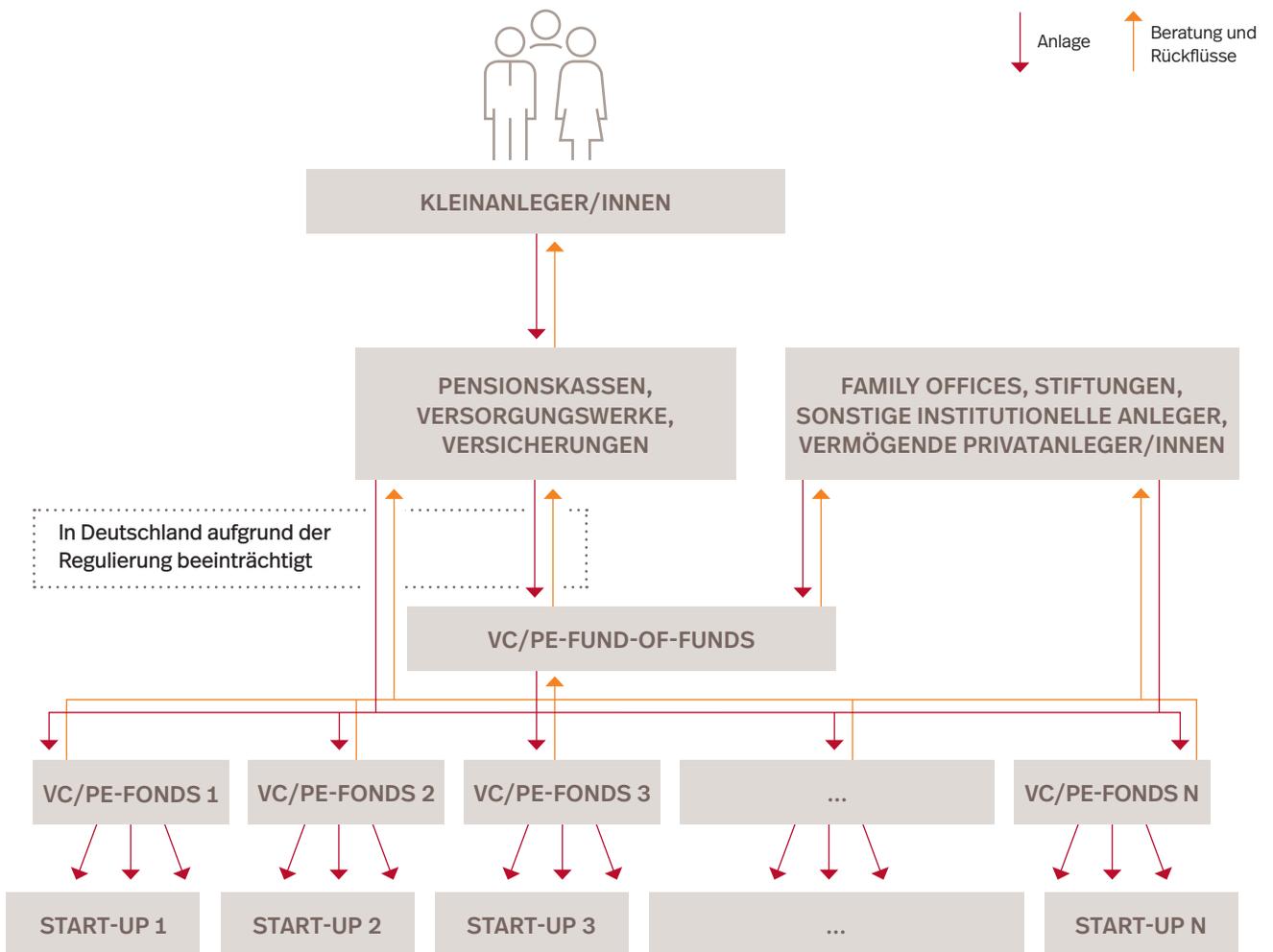
Analysen des Venture-Capital-Fonds Lakestar zeigen, dass die Zunahme alternativer Anlageklassen wie

---

## B Wie Anlagen über Fund-of-Funds- und Fonds-Investments das Risiko streuen

---

Diversifikation von Risiko



---

Quelle: Roland Berger

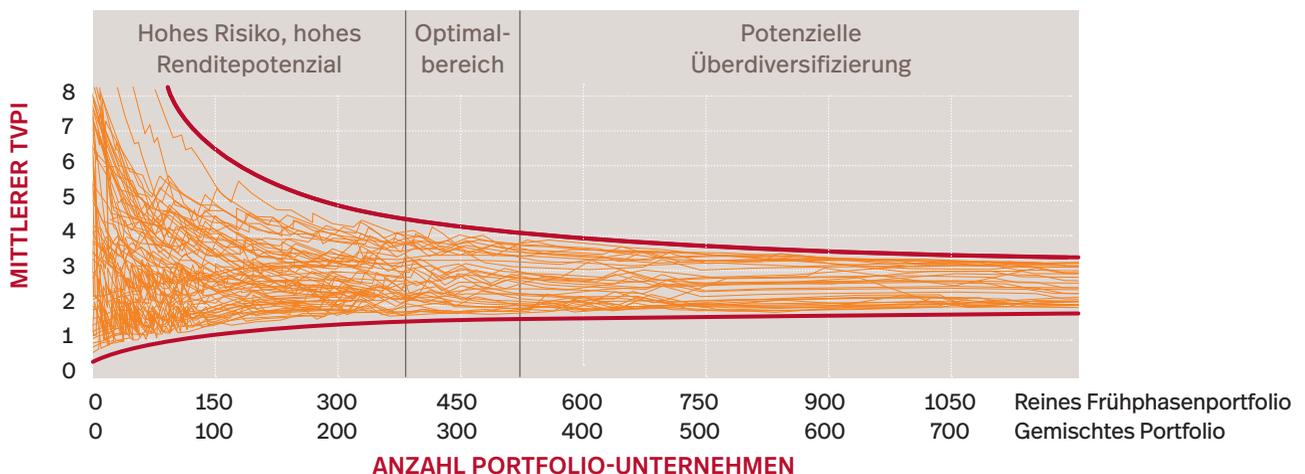
2  
Erfolgsgarant für  
die Zukunft

Venture Capital, Buyouts<sup>25</sup>, Immobilien und natürliche Ressourcen (also Anlagen außerhalb von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren) in ein Anlageportfolio nicht nur die Renditen erhöht, sondern auch die Volatilität verringert.<sup>26</sup> Ein wesentlicher Grund dafür ist, dass alternative Anlagen außerbörslich gehandelt werden und daher geringer miteinander gekoppelt sind als etwa Anlagen in Aktienindizes. Vorbilder der Anlagestrategie, mehr in alternative Anlageklassen und insbesondere in Venture Capital zu investieren, sind zum einen die großen öffentlichen und privaten US-Pensionsfonds und

zum anderen die Stiftungen der renommierten US-Universitäten. Die Stiftung der Universität Yale änderte ihre Anlagestrategie 1985, als David Swensen dort Investment-Manager wurde. David Swensen schuf das sogenannte „Endowment Model“, indem er den Investitionsfokus der Stiftung von Aktien auf alternative Anlagen verschob.<sup>27</sup> Damit gelang es ihm, das Stiftungsvermögen in den letzten 35 Jahren von 1,3 Mrd. US-Dollar auf 30 Mrd. US-Dollar zu erhöhen, der jährliche Return lag bei 10%. In der Zeit von 1999-2021 stieg der Wert des Yale Endowment auf das Sechsfache und überbot damit

C Ein gut diversifiziertes VC-Portfolio hat ein attraktives Chancen-Risiko-Profil

TVPI in Abhängigkeit von der Anzahl an Portfolio-Unternehmen<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Kurven innerhalb der Hüllkurven sind illustrativ. TVPI = total-value-to-paid-in-capital. Der TVPI gibt den Gesamtwert einer Fondsbeteiligung im Verhältnis zum abgerufenen Kapital an. Der TVPI errechnet sich aus den realisierten Erlösen auf Fund-of-Funds-Ebene sowie aus den noch im Zielfonds verbleibenden Anteilen.

Quelle: equation

Aktienindizes wie EURO STOXX 50, MSCI World und S&P 500 deutlich, die nur Wertsteigerungen auf das 1,5-, 3,5- und 5,0-Fache erreichten. Andere US-Universitäten folgten dem Modell von Yale mit ähnlichem Erfolg.<sup>28</sup>

Während in den USA institutionelle Investoren im Durchschnitt (Median) 6,4% ihrer Mittel in Private Equity angelegt haben (2019) und in China sogar 10,0%, sind es in Westeuropa nur 3,6%.<sup>29</sup> Die breite Teilhabe an der Wertschöpfung von Unternehmen ist in den USA sehr ausgeprägt. So sind die von öffentlichen Pensionskassen verwalteten Mittel erheblich. Ein Beispiel: Die kalifornische Pensionskasse CalPERS (California Public Employees' Retirement System) vertritt über 2 Mio. Menschen im Bereich der Altersversorgung<sup>30</sup> und managt 439 Mrd. US-Dollar Investments Mitte 2022.<sup>31</sup> 44,4% des Vermögens sind in Aktien angelegt, 26,7% in festverzinslichen Papieren, 15,8% in Immobilien, 12,0% in Private Equity und 1,1% in anderen Vermögensklassen. Eine Anlage vor 30 Jahren erzielte bis Mitte 2022 eine jährliche Rendite von 7,7%; eine Anlage vor 10 Jahren ebenfalls 7,7% und eine Anlage vor 5 Jahren 6,7%. Da die Pensionskasse mit ihrem Einsatz in ihren Investitionsobjekten sehr erfolgreich in Bezug auf die Wertentwicklung ihrer Anlagen war, entstand der Begriff „CalPERS effect“ für erfolgreiches Shareholder-Engagement.<sup>32</sup>

## 6. Jobmotor Start-ups

Start-ups schaffen Arbeitsplätze, ziehen Talente an und bilden sie aus. Eine Untersuchung des Bundesverbandes Deutsche Start-ups, der Deutschen Börse, der Internet Economy Foundation und von Roland Berger aus dem Jahr 2021 zeigt, dass die Zahl der in Start-ups Beschäf-

tigten von 267.000 im Jahr 2018 auf 415.000 im Jahr 2020 gestiegen ist – ein Anstieg um 55%.<sup>33</sup> Berücksichtigt man Multiplikatoreffekte, also Beschäftigungswirkungen bei Lieferanten und durch den Konsum von Mitarbeiter/innen, kommt man sogar auf 1,6 Mio. Beschäftigte. Im internationalen Vergleich hat Deutschland allerdings noch einen großen Nachholbedarf. So machen die erwähnten 415.000 Beschäftigten in Start-ups nur 0,9% der Gesamtbeschäftigung in Deutschland aus. In Großbritannien dagegen beträgt der Anteil 2,2%, in Israel 5,4% und in den USA sogar 8,4%, also fast das Zehnfache des deutschen Anteils.

Durch ihren ausgeprägten Fokus auf Innovationen ziehen Start-ups besonders gut ausgebildete, kreative Talente an – und dies auch international: 2022 stammten 27,5% der Beschäftigten in deutschen Start-ups aus dem Ausland.<sup>34</sup> Allerdings wird es für deutsche Start-ups zunehmend anspruchsvoller, Fachkräfte zu gewinnen. Während 2021 nur 17% der deutschen Start-ups Personalplanung und -rekrutierung als Herausforderung ansahen, waren es 2022 schon rund 35%.<sup>35</sup> Auch die Personalbeschaffung hat mit der Finanzierung zu tun: Denn Start-ups stehen im Wettbewerb mit etablierten Unternehmen, die in der Lage sind, hohe Gehälter für Einsteiger/innen zu zahlen und ihnen signifikante Steigerungen im weiteren Verlauf ihrer Karriere in Aussicht stellen können. Auch wenn die Anreizstrukturen bei Start-ups andere sind (insbesondere Mitarbeiterkapitalbeteiligungen sind von großer Relevanz, s. Kapitel 4 und 5): Nur mit einer ausreichenden Finanzbasis können Start-ups ein glaubhaftes Wachstumsversprechen abgeben und Top-Mitarbeiter gewinnen.

## **PATRICK BEITEL**

»Wir müssen in Europa in junge Unternehmen investieren, um die Arbeitsplätze der Zukunft zu schaffen.«

## **REGINA HODITS**

»In den vergangenen Jahren haben wir in Deutschland ein lebendiges Umfeld für Start-ups und VCs geschaffen. Wir dürfen nicht zulassen, dass die Errungenschaften der letzten Jahre durch das sich ändernde Marktumfeld verloren gehen.«

## **MARKUS SOLIBIEDA**

»Die Unternehmen haben verstanden, dass sie die Herausforderungen der großen Transformationstrends – Nachhaltigkeit und Digitalisierung – nur in Zusammenarbeit mit Start-ups bewältigen können.«

## **PAUL-JOSEF PATT**

»Der Klimawandel und die akute Energiekrise eröffnen uns große Chancen, unsere technologischen Errungenschaften stärker in die internationalen Märkte zu bringen.«

## **SOPHIE AHRENS-GRUBER**

»KMUs machen die Innovationskraft, das Wachstum, aber auch die Resilienz und die Integrationsfähigkeit unseres Landes aus. Die Start-ups, die hierbleiben, sind es, die den Mittelstand erneuern und die Transformation begleiten.«

**3**

**DIE FAKTEN:**

**DEUTSCHLAND UND  
EUROPA FEHLT ES  
AN WAGNISKAPITAL**

Ein Blick in die Daten verrät, dass der europäische wie auch der deutsche Venture-Capital-Markt in den vergangenen Jahren ein starkes Wachstum erlebt haben. Insbesondere das Jahr 2021 war von großen Investitionen und steigenden Bewertungen geprägt. Doch auch in anderen Regionen der Welt ist der Venture-Capital-Markt im Jahr 2021 stark gewachsen. Die hinlänglich bekannte Finanzierungslücke zwischen Europa und anderen Regionen wie den USA konnte trotz der zuletzt positiven Entwicklung nicht nachhaltig verringert werden.

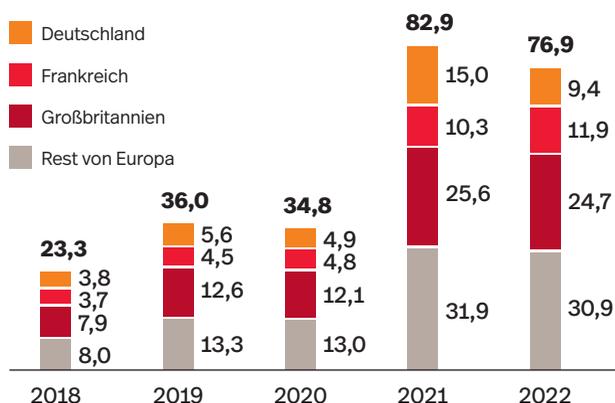
Die internationalen Vergleichsdaten, die für die nachfolgenden Analysen verwendet wurden, stammen von dem auf Start-ups und Venture Capital spezialisierten

Datenanbieter CB Insights. Sie berücksichtigen nur Informationen zu Eigenkapitalfinanzierungen für private Unternehmen. Finanzierungsrunden von börsennotierten Unternehmen sind nicht enthalten, auch wenn sie Gelder von Risikokapitalgebern erhalten haben.

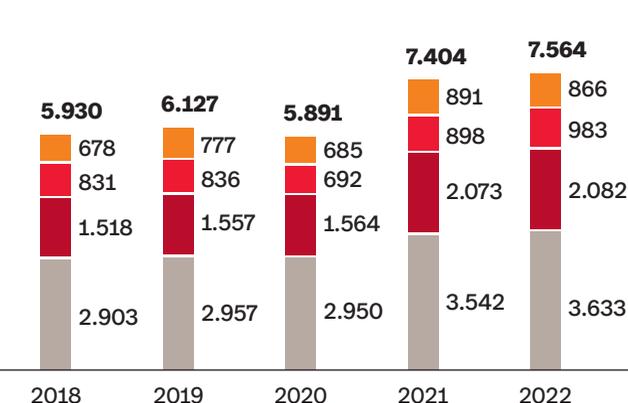
In Deutschland wurden im Jahr 2021 von Beteiligungsgesellschaften, aber auch von anderen Investoren insgesamt rund 15,0 Mrd. Euro an Venture Capital in Start-ups und junge Wachstumsunternehmen investiert – und damit über dreimal so viel wie im Jahr zuvor. →D Im Jahr 2022 erfolgte dann eine deutliche Abkühlung: In Deutschland flossen 9,4 Mrd. Euro an VC-Investitionen – ein Minus von 37% gegenüber 2021. Verglichen

### D Nach dem Boom 2021 folgte 2022 eine moderate Abkühlung bei den VC-Investitionen in Europa

Venture-Capital-Investitionen in Europa 2018-2022 [Mrd. Euro]



Venture-Capital-Investitionen in Europa 2018-2022 Anzahl Investitionen



Quelle: CB Insights, Roland Berger

mit den Jahren vor 2021 ist das Investitionsvolumen allerdings weiterhin deutlich höher. Die Anzahl der Deals lag 2022 mit 866 etwas niedriger als 2021 (891), aber ebenfalls signifikant höher als in den Jahren davor.<sup>36</sup>

Der Markt für Venture Capital hatte im Jahr 2021 nicht nur in Deutschland einen Boom erlebt – auch in anderen Ländern Europas kam es zu einem starken Anstieg der VC-Investitionen. Und auch die Konsolidierung im Jahr 2022 lässt sich in Europa insgesamt beobachten. Der Rückgang des Investitionsvolumens fiel dabei mit einem Minus von gut 7% allerdings deutlich schwächer aus als in Deutschland und ein Großteil der europäischen Konsolidierung basiert auf dem Rückgang in Deutschland. Die Anzahl der Deals stieg in Europa im Jahr 2022 sogar leicht gegenüber dem Jahr 2021. Sowohl das Investitionsvolumen als auch die Anzahl der Deals befanden sich 2022 auf einem deutlich höheren Niveau als in den Jahren vor 2021.

### **Verglichen mit anderen Wirtschaftsräumen hinkt Europa hinterher**

Setzt man die Venture-Capital-Investitionen Europas in Relation zu denen anderer großer Wirtschaftsräume, wird allerdings schnell deutlich, dass Europa weiterhin großen Nachholbedarf hat. →E Während in Europa im Jahr vor der Pandemie, also 2019, rund 36 Mrd. Euro und damit 0,18% des BIP in Wagniskapital investiert wurden, waren es in den USA 116 Mrd. Euro oder 0,61% des BIP – in absoluten Zahlen also 3,2-mal mehr. Auch in Asien wurde 2019 absolut und relativ zur Wirtschaftskraft mehr Kapital investiert als in Europa: umgerechnet rund 68 Mrd. Euro oder 0,27% der Wirtschaftskraft. Im ersten Jahr der

Pandemie, 2020, konnten die USA ihren Vorsprung gegenüber Asien und Europa leicht, im zweiten Pandemiejahr, 2021, deutlich ausbauen. 2021 kamen die USA auf VC-Investitionen von 1,35% des BIP, Asien auf 0,56% und Europa auf 0,40%. 2022 sank der Anteil in den USA zwar deutlich auf nur noch 0,78%, während die Rückgänge in Asien (auf 0,34%) und Europa (auf 0,33%) geringer waren. Nach wie vor klafft aber eine große Lücke zu den USA.

Deutschland befand sich 2022 mit einem BIP-Anteil von 0,25% unter dem europäischen Durchschnitt und deutlich hinter Großbritannien (0,85%) und Frankreich (0,45%). 2021 betrug der Anteil der VC-Investitionen am BIP in Deutschland noch 0,42%. 2022 machte sich der oben beschriebene, starke Rückgang der VC-Investitionen in Deutschland bemerkbar.

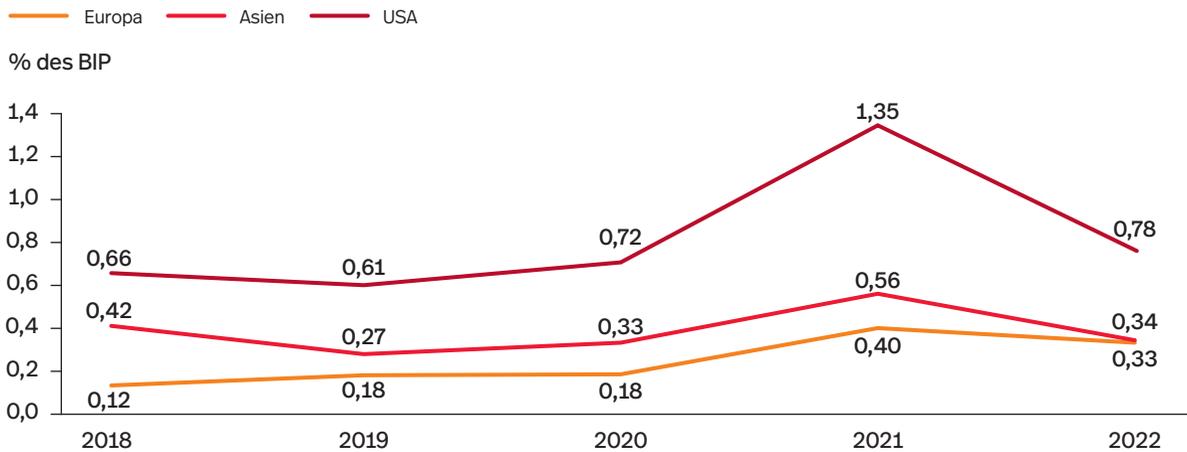
### **Große Unterschiede in den einzelnen Finanzierungsrunden**

Betrachtet man die Venture-Capital-Investitionen in Deutschland und Europa getrennt nach Finanzierungsrunden, fällt eines auf: In die für die Etablierung am Markt wichtige Later Stage wird im Vergleich zu den USA weniger investiert. Start-ups, die die Later Stage erreichen, haben in der Regel bewiesen, dass ihr Geschäftsmodell tragfähig ist, und sind bereits am Markt aktiv. In dieser Phase geht es häufig darum, das Geschäftsmodell zu skalieren und den Marktanteil auszubauen: Der Finanzierungsbedarf ist groß, beispielsweise um Mitbewerber zu übernehmen oder Produktionsanlagen zu erweitern.

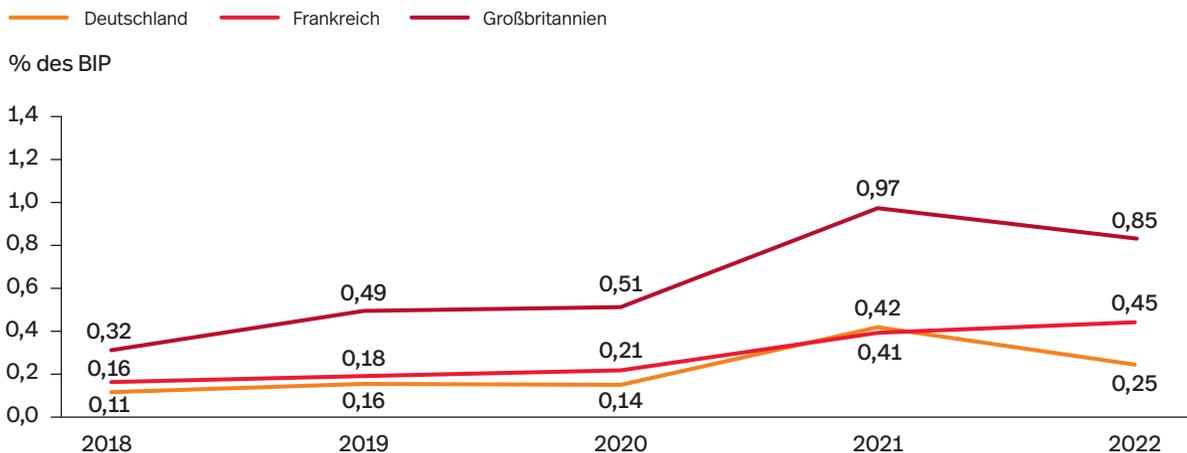
In den Jahren von 2018-2022 flossen im Durchschnitt etwa 46% der VC-Investitionen in Deutschland in Finan-

**E Relativ zur Wirtschaftsleistung sind die VC-Investitionen in Europa geringer als in anderen Regionen**

VC-Investitionen in Europa, USA und Asien 2018-2022 [% des BIP]



VC-Investitionen in Deutschland, Frankreich und Großbritannien 2018-2022 [% des BIP]



Quelle: CB Insights, Oxford Economics, Roland Berger

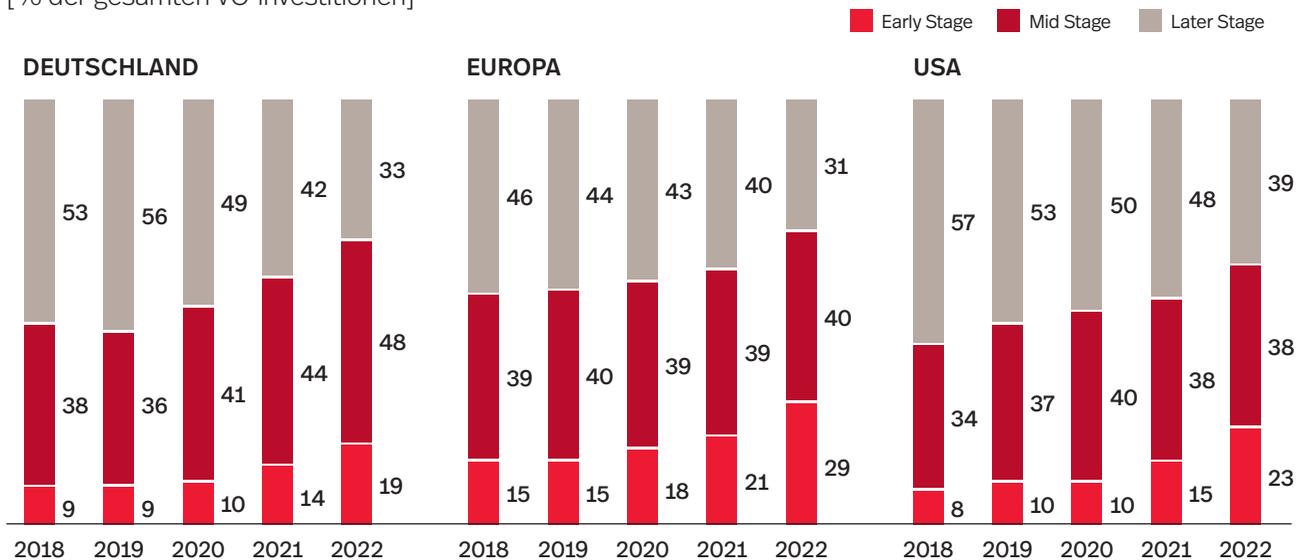
zierungsrunden der Later Stage – in den USA waren es rund 50%. In Europa insgesamt waren die Zuflüsse in die Later Stage in diesem Zeitraum relativ gesehen noch geringer als in Deutschland. →F

Der Anteil der Early-Stage-Investitionen liegt in Deutschland hingegen in etwa gleichauf mit den USA. In Europa fließt relativ betrachtet sogar mehr in diese Phase als in den USA. Bezogen auf die Gesamtinvestitionen wird in Deutschland und in Europa mehr Geld in die so-

genannte Mid Stage investiert.<sup>37</sup> Betrachtet man die durchschnittliche Größe der Finanzierungsrunden, fällt auf, dass in Europa vor allem die späteren Runden kleiner ausfallen als in den USA oder im globalen Durchschnitt. →G Den Daten des Venture Pulse Report zur Folge erhielten europäische Unternehmen in der Later Stage im Schnitt (Median) rund 5,8 Mio. Euro im Jahr 2021.<sup>38</sup> Damit lagen sie zwar rund 15% über dem Wert des Vorjahres (5,1 Mio. Euro) und sogar rund 63% über dem Wert von 2019 (3,6 Mio. Euro) – aber noch immer

## F In Deutschland und Europa fließt zu wenig Geld in die Later Stage

VC-Investitionen in Abhängigkeit von der Finanzierungsphase in Deutschland, Europa und den USA 2018-2022<sup>1</sup> [% der gesamten VC-Investitionen]



<sup>1</sup> Aufgrund von Rundungen kann die Summe von 100% abweichen.

Quelle: CB Insights, Roland Berger

weit abgeschlagen hinter den USA und auch hinter dem globalen Durchschnitt. Start-ups in den USA erhielten in der Later Stage im Jahr 2021 im Schnitt mit 13,7 Mio. Euro mehr als doppelt so viel Wachstumskapital wie ihre europäischen Pendanten. Auch im Vergleich mit dem globalen Durchschnitt fallen die Finanzierungsrunden in Europa kleiner aus: So betrug das globale Funding in der Later Stage im Durchschnitt immerhin 11,8 Mio. Euro im Jahr 2021. Obwohl sich in den vergangenen Jahren vieles zum Positiven entwickelt hat, bleibt festzuhalten,

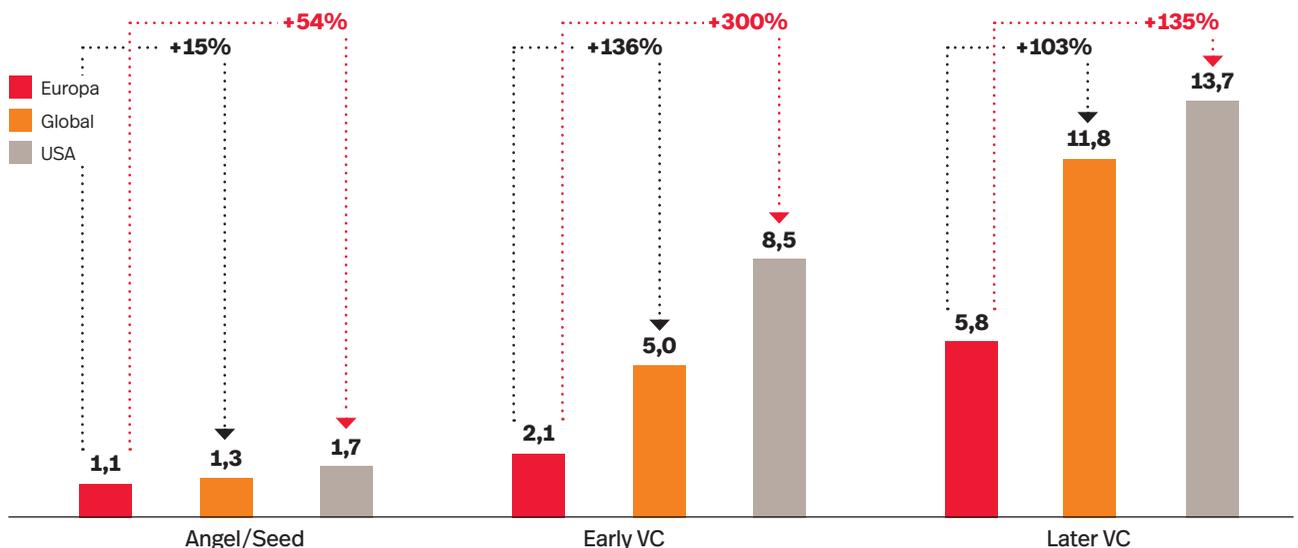
dass es sowohl in Deutschland als auch in Europa weiterhin vor allem an Kapital für größere Finanzierungsrunden der Later Stage fehlt und noch immer eine erhebliche Finanzierungslücke im Vergleich zum amerikanischen Markt zu verzeichnen ist.

### Die Finanzierungslücke in Deutschland

Im Folgenden ermitteln wir, um wie viel der VC-Markt wachsen müsste, damit Deutschland der Anschluss zur

## G Noch immer hinkt Europa bei der Größe der Finanzierungsrunden hinterher

Median-VC-Finanzierung nach Phasen in Europa, USA und der Welt 2021 [Mio. Euro]



Quelle: Venture Pulse

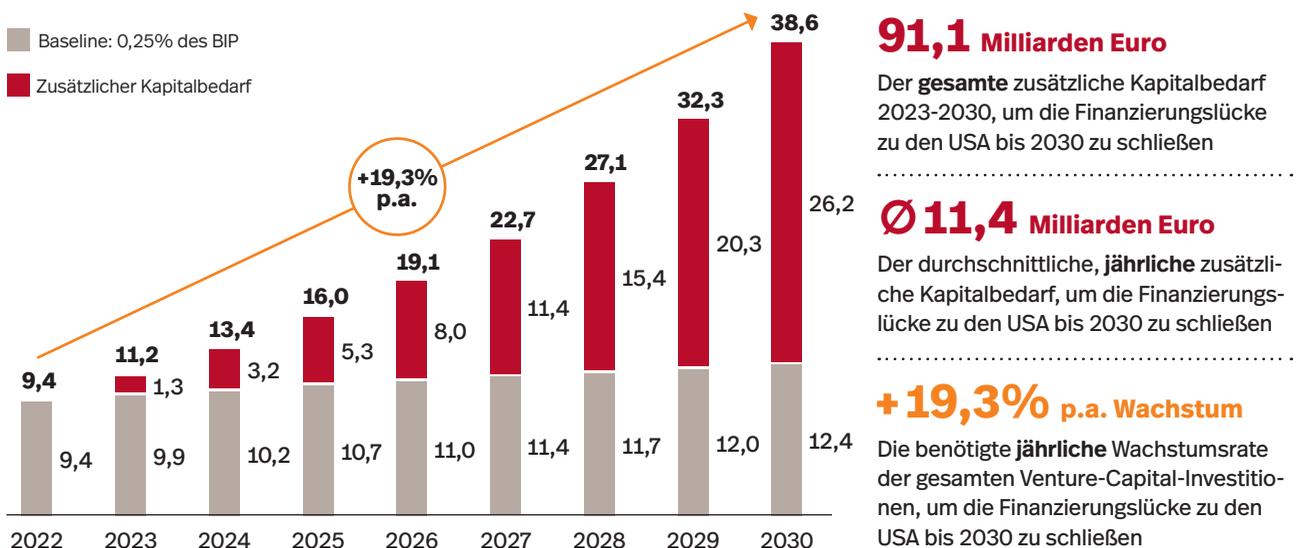
Weltspitze, namentlich zu den USA, gelingt. Wir unterstellen, dass es einer mittelfristigen Anstrengung bedarf, um zu den USA aufzuschließen: Für die Analyse wird die Annahme getroffen, dass im Jahr 2030 0,78% des deutschen Bruttoinlandsprodukts in den Venture-Capital-Markt investiert werden sollen. Die 0,78% entsprechen dem oben gezeigten Anteil der amerikanischen VC-Investitionen am BIP der USA im Jahr 2022 – dieser Wert dient als Benchmark. Wie oben ebenfalls gezeigt, betrug der Anteil der VC-Investitionen am BIP in Deutschland

im Jahr 2022 0,25% – dieser BIP-Anteil bildet die Baseline unseres Modells. Außerdem nehmen wir an, dass die Schließung der Finanzierungslücke bis zum Jahr 2030 schrittweise erfolgt, d.h., die zusätzlichen VC-Investitionen steigen bis 2030 in jedem Jahr an. Der Einfachheit halber unterstellen wir, dass das Wachstum der gesamten VC-Investitionen in jedem Jahr gleich sein soll.

Aktuellen Prognosen zufolge wird das deutsche BIP im Jahr 2030 bei 4.946 Mrd. Euro liegen.<sup>39</sup> Um im Jahr 2030

## H Um zu den USA aufzuschließen, muss Deutschland seine VC-Investitionen deutlich steigern

Benötigte Venture-Capital-Investitionen zum Schließen der Finanzierungslücke zu den USA bis 2030 [in Mrd. Euro]



Quelle: CB Insights, Oxford Economics, Roland Berger

**I Das Kapital zum Schließen der Finanzierungslücke ist in Deutschland vorhanden**

Zusätzlicher Kapitalbedarf in Relation zu anderen Größen

**11,4**  
Mrd. Euro

Der durchschnittliche, **jährliche** zusätzliche Kapitalbedarf, um die Finanzierungslücke zu den USA bis 2030 zu schließen, entspricht etwa ...



**3,4%**

... der jährlichen Einzahlungen in die deutsche Rentenversicherung (2020)

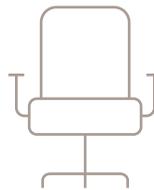


**3,6%**

... des jährlichen Sparbetrags privater Haushalte (2021)

**91,1**  
Mrd. Euro

Der **gesamte** zusätzliche Kapitalbedarf, um die Finanzierungslücke zu den USA bis 2030 zu schließen, entspricht etwa ...



**2,6%**

... der gesamten Assets under Management (AuM) in Deutschland (2021)



**1,2%**

... des Geldvermögens privater Haushalte (Stand: Q2 2022)

Quelle: CB Insights, Oxford Economics, DRV, Destatis, EFAMA, Deutsche Bundesbank, Roland Berger

auf die angepeilten 0,78% des BIP zu kommen, also zu dem Anteil der USA im Jahr 2022 aufzuschließen, müssten in Deutschland demnach im Jahr 2030 38,6 Mrd. Euro in Venture Capital investiert werden. →H Um schrittweise auf diesen Wert zu kommen, müssen die gesamten VC-Investitionen zwischen den Jahren 2023 und 2030 jährlich um 19,3% steigen. Im Jahr 2023 würden die zusätzlich benötigten VC-Investitionen bei 1,3 Mrd. Euro liegen, im Jahr 2030 bei 26,2 Mrd. Euro, im Durchschnitt der Jahre 2023 bis 2030 bei 11,4 Mrd. Euro. Insgesamt ergibt sich ein zusätzlicher Kapitalbedarf zwischen 2023 und 2030 von 91,1 Mrd. Euro.

Die von uns berechneten Summen sind umfangreich, doch erscheinen sie im Vergleich mit anderen Ausgaben geradezu bescheiden. So gehen Schätzungen davon aus, dass jährlich 240 Mrd. Euro benötigt werden, um Deutschland bis zum Jahr 2050 klimaneutral zu machen.<sup>40</sup> Und umgerechnet auf die heutige Kaufkraft wurden von 1950-1970 jährlich 500 Mrd. Euro in Deutschland an Eigen- und Fremdkapital in KMUs und neue Unternehmen investiert.<sup>41</sup> Dass sich die Investitionen in Venture Capital um die von uns errechneten 19,3% pro Jahr steigern lassen, erscheint mit Blick auf frühere Wachstumsraten durchaus möglich: Auch in der Vergangenheit ist der deutsche VC-Markt zum Teil um mehr als 20% p.a. gewachsen – und das nicht nur im herausragend starken Jahr 2021, sondern zum Beispiel auch im Jahr 2019.<sup>42</sup> Im Gegensatz zu früher müssen solch hohe Wachstumsraten aber verstetigt werden, um zu den USA aufzuschließen.

Setzt man die ermittelte Finanzierungslücke in Relation zu anderen Größen, wird außerdem deutlich, dass es in Deutschland nicht an ausreichendem Kapital fehlt. Nach

Angaben der europäischen Vereinigung der Fonds- und Assetmanager verwalteten deutsche Fonds- und Assetmanager 2021 ein Vermögen von rund 3,5 Bio. Euro.<sup>43</sup> Etwa 2,6% des verwalteten Vermögens der Fonds- und Assetmanager würden ausreichen, um die gesamte Finanzierungslücke von rund 91 Mrd. Euro bis 2030 zu schließen. Bezogen auf das Geldvermögen der privaten Haushalte in Deutschland, das Mitte 2022 rund 7,5 Bio. Euro betrug, wären sogar nur 1,2% zum Schließen der Lücke nötig.<sup>44</sup> Setzt man die nötigen jährlichen Investitionen ins Verhältnis zu den jährlichen Einnahmen der deutschen Rentenversicherung in Höhe von rund 334 Mrd. Euro (2020), wären nur 3,4% nötig, um die im Jahresdurchschnitt erforderlichen 11,4 Mrd. Euro aufzubringen.<sup>45</sup> 3,6% wären es wiederum bezogen auf den jährlichen Sparbetrag der privaten Haushalte in Deutschland (2021).<sup>46</sup> Die Daten zeigen: das Kapital ist vorhanden – es muss nur in die richtigen Bahnen gelenkt werden. →I

## **DANIJEL VIŠEVIĆ**

»Es fehlt in Deutschland an Kapital, um unsere guten Start-ups zu Weltmarktführern zu machen. Hierzulande werden Runden von mehr als 100 Mio. Euro zu mehr als zwei Dritteln von nicht europäischen VCs angeführt.«

## **MARKUS SOLIBIEDA**

»Wir haben es in Europa nicht geschafft, gegenüber anderen VC-Märkten aufzuholen, weil die Entwicklung auf diesen Märkten in den letzten Jahren mindestens so dynamisch war wie bei uns.«

## **PATRICK BEITEL**

»Wir haben es in Europa über Jahre verpasst, eine hinreichend große Finanzierungs-Infrastruktur aufzubauen, die das Feld der großen Tickets, sprich der Wachstumsfinanzierung, bespielt. Diese wird komplett von den Amerikanern dominiert.«

## **ZOE FABIAN**

»Die Entwicklung im Early-Stage-Bereich ist sehr positiv – es gibt ausreichend starke lokale Investoren in den verschiedenen europäischen Ländern. Allerdings löst das nicht das Problem von Gründerinnen und Gründern, die den Weltmarkt erobern wollen und dafür signifikantes Wachstumskapital benötigen. In diesem Bereich gibt es immer noch nicht genug europäische Investment-Partner, die über Kapital hinaus auch mit Unterstützung bei der internationalen Skalierung helfen können.«

**4**

**DRINGENDER  
NACHHOLBEDARF:  
DIE GROSSEN  
HÜRDEN FÜR  
VENTURE-CAPITAL-  
INVESTMENTS IN  
DEUTSCHLAND UND  
EUROPA**

Gemessen an ihrem Ausgangspunkt hat sich die Start-up-Branche in Deutschland und Europa in den letzten Jahren dynamisch entwickelt. Die Zahl der Gründer/innen ist nach oben geschneilt; es gibt mehr Unicorns<sup>47</sup>; wer kluge Geschäftsideen sucht, der findet sie. Den Beweis dafür liefert nicht zuletzt die stark gewachsene Präsenz außereuropäischer Investoren.

Erstaunlich ist allerdings, dass sich beim Abbau der Hemmnisse in den letzten Jahren wenig getan hat. Spricht man mit Venture-Capital-Fonds über die Rahmenbedingungen für Start-up-Investments, ist die Enttäuschung groß. Der Tenor: Es hat sich wenig bis gar nichts gebessert. Die Hürden sind größtenteils die gleichen wie noch vor Jahren.

Insbesondere der Teufelskreis aus zu kleinen Venture-Capital-Fonds, die als Anlagemöglichkeit für institutionelle Investoren aus Europa nicht infrage kommen, wurde nicht durchbrochen.<sup>48</sup> Die Folge: Es fließt zu wenig institutionelles europäisches Kapital in europäische Venture-Capital- und Wachstumsfonds. Die Fondsvolumina bleiben klein und die europäischen Fonds damit für Großanleger/innen unattraktiv. Verstärkt wird dieser Effekt zusätzlich durch regulatorische Einschränkungen bei Anleger/innen, die den Erwerb und die Finanzierung von Unternehmen unnötig erschweren.

Auf Dauer verschenkt Europa hier enormes Potenzial. Mehr europäisches Kapital könnte die Skalierbarkeit innovativer Unternehmen deutlich verbessern. Mehr europäisches Kapital könnte aber auch die Abhängigkeit von ausländischen Großinvestor/innen verringern.

**Zu wenig große Venture-Capital-Fonds.** Wer bei großen Finanzierungsrunden in Europa die Herkunft der Fonds untersucht, stellt schnell fest: Later-Stage-Investments ab 100 Mio. Euro lassen sich praktisch nur mit Hilfe von amerikanischen Geldgeber/innen stemmen. Venture-Capital-Fonds in der Größenordnung des US-Branchenriesen Sequoia sucht man hierzulande jedenfalls vergeblich. Letzterer verwaltete 2022 über mehrere Fonds ein Vermögen von rund 85 Mrd. Euro. Die größten europäischen Wagniskapitalgesellschaften verfügen demgegenüber nur über Mittel in der Höhe von 4,5 Mrd. Euro und große Fonds sind in Europa eher die Ausnahme als die Regel. Während in Europa Fonds nur selten größer als 500 Mio. € sind, werden in den USA regelmäßig Milliarden-Fonds aufgelegt.<sup>49</sup>

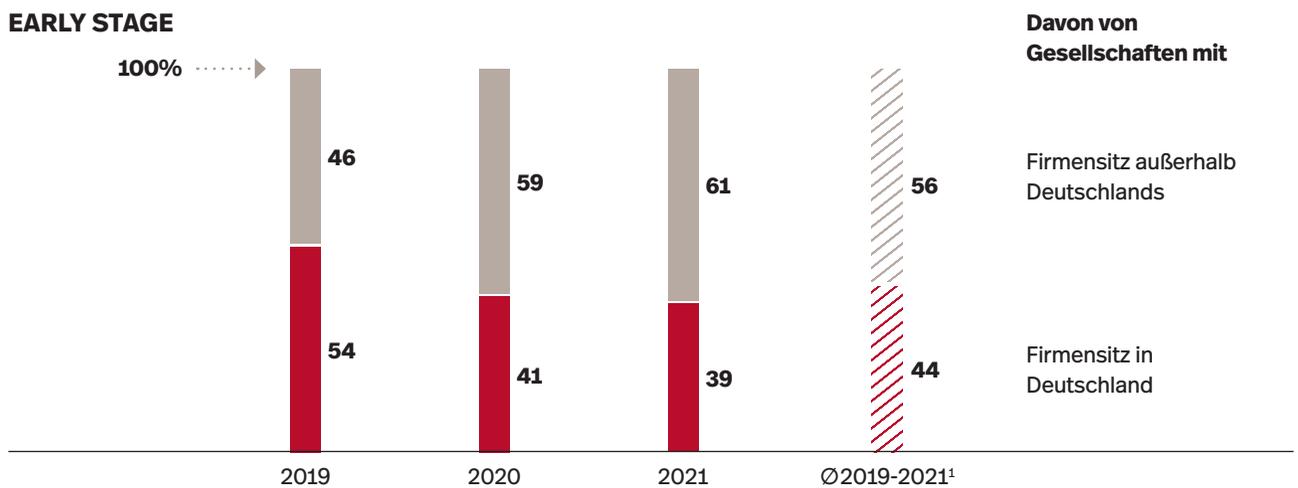
Deutschland belegt in Sachen Fondsgröße selbst innerhalb Europas nicht den Spitzenplatz. Die größte Venture-Capital-Gesellschaft verwaltet hierzulande nur ein Vermögen von 3 Mrd. Euro.<sup>50</sup> Engagements bei Runden jenseits der 100 Mio. Euro führen deshalb schnell zu einem Klumpenrisiko im Portfolio. Die Folge: Bei vielen aussichtsreichen Later-Stage-Deals müssen die Europäer Geldgeber/innen aus dem Ausland den Vortritt lassen.

Wie groß die Abhängigkeit ist, zeigt auch die Herkunft des in Deutschland eingesetzten Wagniskapitals: So lag der Anteil von Investor/innen mit Firmensitz im Ausland in den zurückliegenden Jahren fast durchgehend bei über 50%. Besonders eklatant ist das Ungleichgewicht in der Later Stage. Dass dieses Kapital in Krisenzeiten schnell wieder abgezogen werden kann, lässt sich aktuell beobachten. →J

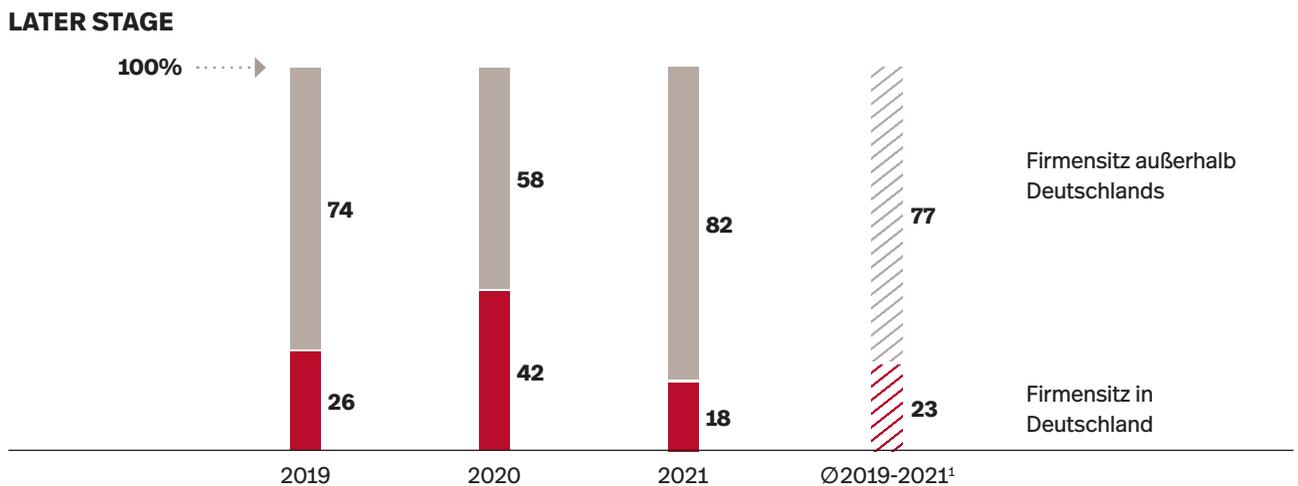
## J Große Kapitalabhängigkeiten in der Later Stage

Kapitalherkunft der Investor/innen bei VC-Investitionen in deutsche Start-ups 2019-2021 [%]

### EARLY STAGE



### LATER STAGE



<sup>1</sup> Gewichteter Durchschnitt der Jahre 2019-2021.

Quelle: European Data Cooperative (EDC)/BVK, Roland Berger

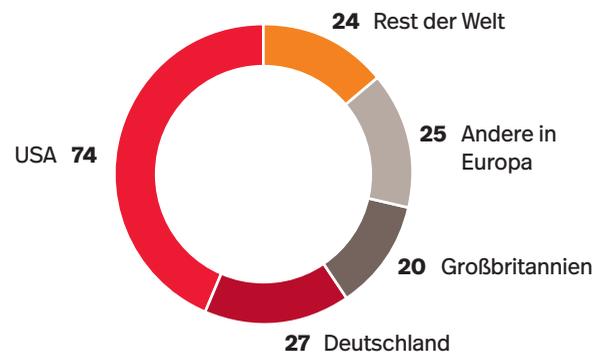
Auch in guten Zeiten birgt die Abhängigkeit starke Risiken: Wenn europäische Investor/innen beispielsweise in Aufsichtsgremien unterrepräsentiert sind, besteht die Gefahr, dass die europäische Perspektive schnell verloren geht. Nicht selten heißt das, dass der Sitz oder zentrale Funktionen von vielversprechenden Start-ups und Jungunternehmen ins Ausland verlegt werden, Forschungsaktivitäten abwandern und damit auch die maßgebliche Wertschöpfung. Mit allen negativen Konsequenzen für Steuereinnahmen und Arbeitsplätze. Wie ernst die Lage ist, zeigt ein Blick auf die Investorenherkunft der zehn wertvollsten deutschen Unicorns. →K

**Zu verhaltene Selbstvermarktung.** Die gute Nachricht lautet: Mit Investitionen in europäische und deutsche Start-ups lässt sich inzwischen eine attraktive Rendite erzielen. Nur leider hat sich diese Erkenntnis noch nicht ausreichend herumgesprochen. Vor allem institutionelle Anleger sind nach wie vor von den negativen Erfahrungen der Dotcom-Krise geprägt. Dabei lässt sich das im letzten Jahrzehnt aufgebaute Start-up-Ökosystem in keiner Weise mit der Situation vor über 20 Jahren vergleichen. Sehr viele der damaligen Start-ups hatten kein tragfähiges Geschäftsmodell und das digitale Ökosystem und bedeutende Elemente wie Infrastruktur, Endgeräte, Plattformen, Konsumverhalten und Netzwerke steckten vor über 20 Jahren noch in den Kinderschuhen. Hier hat eine enorme Entwicklung stattgefunden: Start-ups können heute auf ein freundliches (wenn auch nicht perfektes) Umfeld und fortgeschrittene Technologien bauen und ihre Geschäftsmodelle messen sich nicht an Page Views, sondern an Umsatzwachstum und Rentabilität. Darauf aufbauend haben in Europa aktive Venture-Capital-Fonds in den letzten Jahren starke Renditen und

### K Übermacht ausländischer Investoren

Herkunft der VC-Investoren der Top-10-deutschen Unicorns 2022 [%]

Anzahl der Investoren = 170



Quelle: CB Insights, Roland Berger

Wertsteigerungen für ihre Fondsinvestor/innen erwirtschaftet. Sie verfügen endlich über den so wichtigen „Track Record“, mit dem sie die Attraktivität der Assetklasse belegen können. Nur werben sie damit noch viel zu zaghaft in der Öffentlichkeit. Und auch die institutionellen Investoren zeigen sich weiterhin zurückhaltend.

**Zu wenig attraktive Teilhabemöglichkeiten für Start-up-Mitarbeiter/innen.** Um die Rahmenbedingungen für Start-ups zu verbessern, hat die Politik verschiedene neue Initiativen angestoßen. Der große Wurf ist bisher (noch) ausgeblieben. Das betrifft insbesondere die so wichtige Mitarbeiterkapitalbeteiligung (im angelsächsischen „Employee Stock Option Plan“, ESOP), die in

## INGO POTTHOF

»Geld schießt eben doch Tore.  
Das ist im VC-Bereich nicht anders  
als im Fußball.«

## JULIANE HAHN

»Viele Gründer sagen mir: Wenn  
wir viel Wachstumskapital brauchen,  
müssen wir unseren Sitz in die  
USA verlegen.«

## MARK SCHMITZ

»Noch immer haben wir in Deutsch-  
land im internationalen Vergleich  
zu kleine Fonds, als dass wir in der  
Wachstumsphase eine bedeutende  
Rolle spielen könnten.«

## DANIJEL VIŠEVIĆ

»Venture Capital war in den ver-  
gangenen zwei Dekaden die erfolg-  
reichste Assetklasse in Europa –  
das ist aber kaum bekannt.«

Deutschland dringend von Grund auf neu geregelt werden muss. Anders als beispielsweise bei VSOPs („Virtual Stock Option Plans“) werden hier keine rein schuldrechtlichen Verträge geschlossen. Stattdessen können Mitarbeiter/innen eines Start-ups durch die Zuteilung von Gesellschaftsanteilen direkt an der Entwicklung des Unternehmens teilhaben. Vertreter aus der Venture-Capital-Branche sprechen diesbezüglich von einem „historischen Meilenstein“, der dringend erreicht werden muss. Ansonsten wird Deutschland im internationalen Wettbewerb um die besten Talente zunehmend leer ausgehen – mit negativen Folgen für die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Start-ups. Der im Januar 2023 formulierte Vorschlag des Bundesfinanzministeriums für eine Verbesserung der steuerlichen Rahmenbedingungen von Mitarbeiterkapitalbeteiligungen, der unter anderem die Dry-Income-Problematik (Steuerlast auf den Wert einer Beteiligung, ohne unmittelbaren Geldzufluss für den Mitarbeiter) adressiert, ist ein wichtiger Schritt hin zu international wettbewerbsfähigen Bedingungen.

**Zu viele Standortnachteile für Venture-Capital-Fonds.** Empirische Untersuchungen zeigen, dass dort, wo sich Venture-Capital-Fonds ansiedeln, auch ihre Investitionstätigkeit am größten ist. Deutschland bleibt hier hinter seinen Möglichkeiten zurück, weil die steuerlichen und sonstigen rechtlichen Vorschriften komplex und unattraktiv sind. Zu den größten Standortnachteilen zählen die Umsatzsteuer auf die Gebühren für Verwaltungsdienstleistungen (sogenannte Management Fees) und die noch immer nicht zufriedenstellend geregelte gesetzliche Steuertransparenz von Wagniskapitalfonds. In den wichtigen EU-Mitgliedsstaaten, mit denen Deutschland bei Venture Capital im Wettbewerb steht, sind die Verwal-

tungsvergütungen nicht mit Umsatzsteuer belastet. Deutsche Fonds haben hier einen Kostennachteil im Wettbewerb um internationales Investorenkapital, zum Nachteil einheimischer Start-ups. Bei der gesetzlichen Steuertransparenz geht es um die Frage, ob ein VC-Fonds reine Vermögensverwaltung betreibt (und damit nicht gewerbesteuerpflichtig ist) oder ob er auch beratend oder gar operativ in Investitionsobjekten tätig ist (und damit gewerbesteuerpflichtig ist). Unklarheiten bestehen zudem bei der Frage, inwieweit Investments in die Zielunternehmen mit Fremdkapital erfolgen dürfen oder wo der Sitz des Fondsmanagements liegt. Die Abgrenzungsschwierigkeiten führen in Deutschland immer wieder zu Verfahren vor Finanzgerichten und verhindern so die notwendige Planungssicherheit für Investor/innen. In vielen Ländern außerhalb Deutschlands bestehen solche Abgrenzungsschwierigkeiten nicht oder es wurde zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des eigenen Standorts Planungssicherheit geschaffen, dass es VC-Fonds aufgrund der regulatorischen Vorgaben an einem gewerblichen Handeln fehlt. Nicht wenige Fonds haben ihren Sitz sowie das entsprechende Fondsmanagement deshalb ins Ausland verlagert. Damit richten sie auch ihren regionalen Investmentfokus weg von Deutschland stärker international aus.

**Zu wenig institutionelles Investment.** Die Etablierung des staatlichen „Zukunftsfonds“<sup>51</sup> war ein Schritt in die richtige Richtung. Besondere Bedeutung bei der Mobilisierung institutionellen Kapitals kommt dabei dem „Wachstumsfonds“ zu, einem der Module des Zukunftsfonds. Auch der DeepTech & Climate Fonds (DTCF), der insbesondere in klimafreundlichen Technologien Weltmarktführer aufbauen möchte, ist für den Standort Deutschland von großer Relevanz.<sup>52</sup> Aber: Obwohl Venture

Capital in den vergangenen Jahren zu den erfolgreichsten Anlageklassen in Europa zählte, wird es von vielen institutionellen Investoren nach wie vor stiefmütterlich behandelt. Europäische Pensionskassen hielten 2019 46% ihrer Anlagen in festverzinslichen Anlagen und nur 13% in alternativen Anlageformen (Hedge-Fonds, natürliche Ressourcen, Infrastruktur, Buyout, VC). Versicherungen waren sogar zu 64% in festverzinslichen Anlagen engagiert und nur zu 7% in alternativen Anlageformen.<sup>53</sup> Das geringe Engagement in alternativem Vermögen liegt auch an den zahlreichen regulatorischen Hürden.

Zu nennen sind hier unter anderem die Eigenkapitalunterlegungsvorschriften. Oder konkret: Wie viel Eigenkapital muss eine Versicherung für eine Anlage in VC-Fonds im Vergleich zu einem durch ein Unternehmen oder den Staat ausgegebenen Bond vorhalten? In der Praxis entsteht hier eine Wettbewerbsverzerrung, weil Anlagen in Fremdkapital, aber auch Anlagen mit hoher Liquidität privilegiert werden. Die Ursache liegt im risikoaversen Denken des Gesetzgebers. Vergessen wird dabei aber, dass die Risiken eines VC-Investments für institutionelle Investorengruppen mit langfristigem Anlagehorizont und breiter Streuung vollkommen anders zu beurteilen sind als für Privatanleger/innen. Letztere müssen gegebenenfalls kurzfristig auf ihr Kapital zurückgreifen können, deshalb werden sie durch kurzfristige Marktschwankungen eventuell stark belastet. Auf die Gruppe der institutionellen Anleger trifft dies aber nicht zu.

Die aktuelle Rechtslage erschwert es den Versicherungen, Pensionsfonds oder Versorgungswerken, selbst mit verhältnismäßig kleinen Summen in „Zukunftspositionen“ zu investieren. In dem gut gemeinten Glauben, die Ver-

braucher/innen dadurch zu schützen. In der Konsequenz wird dadurch freiwillig auf Renditechancen verzichtet – zum Nachteil von Versicherten und Pensionär/innen in Deutschland. Pensions- oder Versicherungskassen aus dem Ausland nutzen diese Möglichkeiten weitaus aktiver.

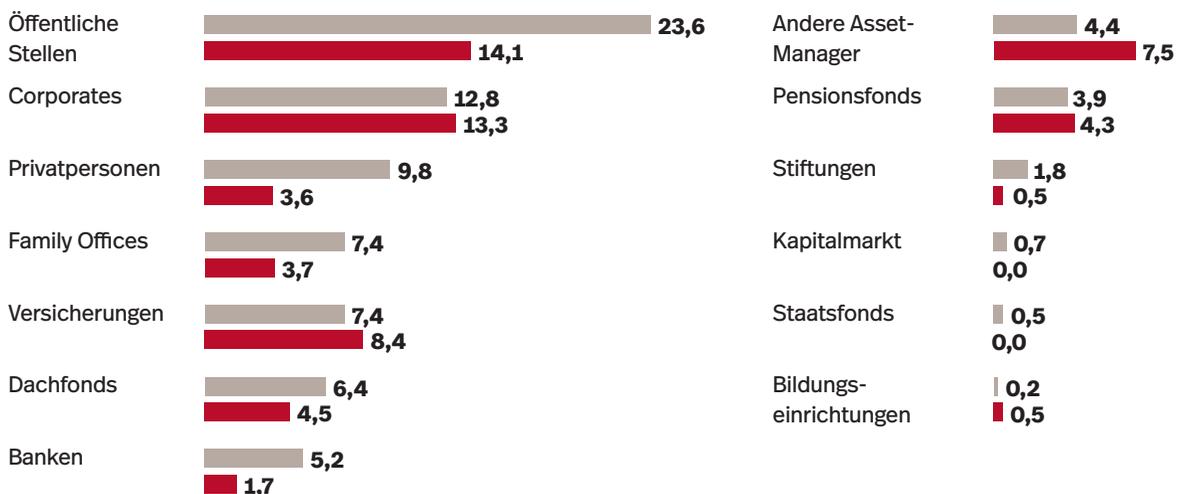
Wie es anders gehen könnte, zeigen das Erfolgsmodell der Endowment Funds der US-Eliteuniversitäten und das umfassende Venture-Capital-Engagement öffentlicher und

privater US-Pensionsfonds. In Europa hat dieses Beispiel aber noch keine Schule gemacht. In den Jahren 2017-2021 wurden durchschnittlich nur 1,8% der neu von VC-Fonds eingeworbenen Mittel von Stiftungen bereitgestellt und 3,9% von Pensionsfonds. →L Auch in Deutschland meiden Stiftungen und Pensionsfonds die beiden Anlageklassen weitgehend – die Zahlen liegen hier bei 0,5% (Stiftungen) und 4,3% (Pensionsfonds). Versicherungen kommen mit 7,4% (Europa) bzw. 8,4% nicht auf einen zweistelligen

## L Institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionsfonds und Stiftungen sind in Europa und Deutschland nur gering im Bereich Venture Capital engagiert

Mittelherkunft beim Fundraising von Venture-Capital-Fonds<sup>1</sup>  
[% des Gesamtvolumens, Durchschnitt 2017-2021]

■ Europäische Union ■ Deutschland



<sup>1</sup> Methodik: Die Statistik zur Mittelherkunft stellt die Finanzierungszusagen der Investoren dar. Sie folgt der Methodik des Fundraising unter Ausschluss von Kapitalgewinnen. Bei der EU sind 15,9%, bei Deutschland sind 38,0% der Mittel nicht klassifiziert und tauchen daher in der Grafik nicht auf.

Quelle: Invest Europe, Roland Berger

## DIE MEINUNG UNSERER INTERVIEWPARTNER/INNEN ...

### GESA MICZAIKA

»Wie groß der Nachholbedarf in Sachen Diversität im VC-Bereich ist, zeigt sich daran, dass selbst die halbstaatlichen VC-Fonds in Deutschland noch nie einen weiblichen General Partner hatten.«

### PATRICK BEITEL

»Bei deutschen Investoren wie etwa Versicherungen erinnern sich Entscheider noch daran, wie sie vor gut 20 Jahren mit dem Platzen der Dot-com-Blase viel Geld verloren haben. Daher blicken sie immer noch sehr kritisch auf VC.«

Anteil. Die bedeutendsten Anleger sind in Europa und Deutschland öffentliche Stellen und Unternehmen.

**Zu wenig Diversität.** Manager/innen betonen: Diverse Investmentteams treffen bessere Investmententscheidungen. Dies ist auch das Ergebnis empirischer Studien. Über den Zeitraum von 2009-2018 waren 69,2% der erfolgreichsten VC-Investmentteams (oberstes Quartil) in den USA divers besetzt, nur 30,8% bestanden nur aus Männern. US-Investmentteams, die mehr weibliche Partner integrierten, wiesen um 9,7% profitablere Exits auf als weniger diverse Teams. In Schwellenländern erzielten diverse Investmentteams, die zu 30-70% aus Frauen bestanden, eine um 20% höhere Nettoendite als Teams, die von einem Geschlecht dominiert waren.<sup>54</sup> Leider besteht in Hinsicht der Beteiligung von Frauen in VC-Teams noch deutlicher Nachholbedarf. In Deutschland beläuft sich der Frauenanteil in Venture-Capital-Fonds lediglich auf 17%. Unter den Partnern – also dem Personenkreis, der letztendlich die Investmententscheidungen trifft – beträgt die Quote sogar nur 7%.<sup>55</sup> →M Für die anderen Länder Europas ergibt sich ein ähnliches Bild. Erschwerend kommt noch hinzu, dass Frauen, die an der Spitze eines Fonds stehen, in der Regel über deutlich weniger Mittel verfügen als männlich geführte Fonds. Dies führt unter anderem dazu, dass vor allem männlich geführte Start-ups finanziert werden (Gender Bias). Die Chancen von weiblichen Gründerteams auf Finanzierung sinken. So sind weiblich geführte Teams im Durchschnitt seltener und mit weniger Venture Capital finanziert.<sup>56</sup>

An Vielfalt mangelt es aber auch in fachlicher Hinsicht. Um die Technologie und den Wettbewerbsvorteil eines Deep-Tech-Start-ups zu verstehen, muss man die Tech-

nologie auch verstanden und durchdrungen haben. Hierfür bedarf es aber mehr Wagniskapitalgeber/innen mit einem Hintergrund in MINT-Fächern (Mathematik, Informatik, Naturwissenschaften, Technikwissenschaften), die in aktuellen, meist von Wirtschaftswissenschaftler/innen dominierten Investorentams jedoch unterrepräsentiert sind.

**Zu wenig Teilhabemöglichkeiten für Normalbürger.**

Kleinanleger/innen haben es schwer, am wirtschaftlichen Erfolg von Wachstumsfirmen teilzuhaben. Es fehlt an Angeboten von institutionellen Investoren, die die Assetklasse auch für kleinere Geldanlagen zugänglich machen. Ungelöst ist in diesem Zusammenhang auch das Problem der Fristigkeiten der Kapitalbindung. Mit zehn oder mehr Jahren fällt sie bei Venture-Capital-Fonds sehr lange aus. Während dieser Zeit können Investor/innen ihr Kapital nicht abziehen, ohne die Geschäfts-

grundlage des Wachstumsunternehmens zu gefährden. Prinzipiell müsste ein Wagniskapital-Investment aber nicht bis zu einem endgültigen Exit gehalten werden, sondern könnte frühzeitig an neue Investor/innen oder Mit-Investor/innen abgegeben werden. Dafür bräuchte es jedoch einen liquiden Zweitmarkt, der aktuell noch fehlt, obwohl die Deutsche Börse derzeit an einer entsprechenden europäischen Plattform arbeitet.<sup>57</sup>

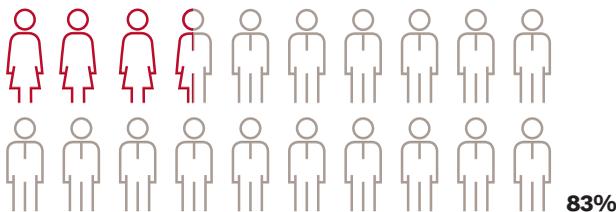
Überfällig ist auch der Einstieg in die Aktienrente, der in Deutschland derzeit vorbereitet wird. Bewährt hat sich in diesem Zusammenhang insbesondere das schwedische Modell. Dort fließt ein festgelegter Teil der Rentenbeiträge in kapitalmarktbasierende Produkte. Im umlagefinanzierten deutschen Rentensystem fehlt diese Säule bisher komplett. Die Folge: Arbeitnehmer/innen nutzen die Renditechancen des Kapitalmarkts viel zu selten für die eigene Altersvorsorge.

**M Männliche Dominanz im VC-Bereich**

Geschlechterverteilung in deutschen VC-Gesellschaften

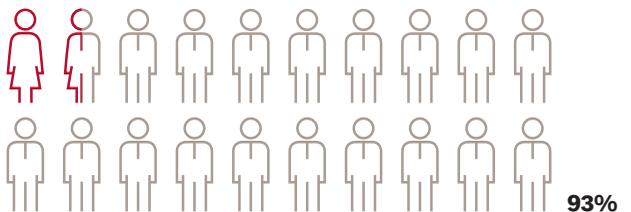
**VC-BESCHÄFTIGTE GESAMT**

17%



**PARTNER**

7%



Quelle: KfW

## PAUL-JOSEF PATT

»Beim Thema Mitarbeiterbeteiligung haben wir immer noch enorme Wettbewerbsnachteile. Versuchen Sie mal, einem Kandidaten aus den USA für eine Führungsposition in einem deutschen Start-up zu erklären, wie unser ESOP funktioniert und welche steuerlichen Konsequenzen das hat.«

## HENDRIK BRANDIS

»In den USA stammen rund zwei Drittel des Wachstumskapitals aus Pension Funds und Endowments. Dieses Kapital fehlt in Europa fast komplett, da Anlegern wie Versorgungswerken regulatorische Hürden in den Weg gelegt werden.«

## JEANNETTE ZU FÜRSTENBERG

»Die Diversität im VC- und Tech-Start-up-Bereich ist nach wie vor unterirdisch.«

## DANIJEL VIŠEVIĆ

»Es fehlt in vielen Investment-Teams an Diversität. Gerade für den Bereich Climate-Tech braucht es Investment-Manager/innen mit Background in MINT-Fächern. Dieser ist wichtig, da die Technologie verstanden werden muss, um den Competitive Edge eines Ventures zu erkennen.«

## SOPHIE AHRENS-GRUBER

»Ich finde es problematisch, dass Menschen, die nicht besonders wohlhabend sind, kategorisch von ertragreichen Anlagemöglichkeiten ausgeschlossen werden und dadurch die Schere zwischen Arm und Reich immer weiter aufgeht.«

**5**

**EINE VC-AGENDA  
FÜR DEUTSCHLAND:  
FÜNF HANDLUNGS-  
FELDER AUF  
DEM WEG ZUM  
CHAMPION**

Es wurde deutlich, warum Wagniskapital gerade heute so wichtig ist und welche Rolle es für die Zukunftsfähigkeit der deutschen und europäischen Volkswirtschaft spielt. Die Zahlen haben anschaulich vor Augen geführt, dass Europa beim Aufbringen von Venture Capital ins Hintertreffen gegenüber den USA und Asien geraten ist – ein entscheidender Nachteil im globalen Wettbewerb. Und wir haben die Gründe analysiert und welche Hürden einen größeren Umfang von Venture-Capital-Investments in Deutschland und Europa verhindern. Was ist zu tun? Wir sehen – anküpfend an unsere Studie von 2018 – vor allem fünf Handlungsfelder, auf denen Deutschland aktiv werden muss: ein stärkerer Wissenstransfer, die Mobilisierung von vorhandenem Vermögen, der Abbau rechtlicher Hürden, eine stärkere Förderung von Ausgründungen und mehr Diversität in Venture-Capital-Fonds und Start-ups.

## 1 WISSENSTRANSFER

**Wir müssen die Vorzüge von Investitionen in Wachstumskapital in den Köpfen von Bevölkerung und Entscheidungsträger/innen verankern**

Wir haben gesehen, dass es belastbare Daten und Analysen zur Attraktivität von Venture Capital im Vergleich zu anderen Anlageklassen gibt. Venture Capital führt zu höheren Renditen und ist gleichzeitig – diversifiziert und intelligent angelegt – mit einem begrenzbaren Risiko verbunden. Venture Capital ist weniger volatil als andere Anlageklassen und reduziert die Volatilität eines Port-

folios verschiedener Anlagen. Außerdem ist Wagniskapital eine Grundvoraussetzung für Innovation, Wachstum, Arbeitsplätze, Wohlstand und wirtschaftliche Souveränität in Europa. Das Wissen darum ist trotz vieler positiver Entwicklungen momentan aber noch nicht breit vorhanden. Es ist notwendig, dass es weiterhin sowohl in der Politik als auch in der Gesellschaft verbreitet wird. Informierte Politiker/innen sind die Grundlage, um Hürden abzubauen, die dem Venture-Capital-Markt im Wege stehen. Auch die breite Bevölkerung sollte erkennen, dass Anlagen in Wachstumskapital ein äußerst lukratives und risikoadäquates Element der Altersversorgung sind und gleichzeitig den Standort Deutschland sichern.

Wie kann das gelingen? Es ist klar, dass für diesen Aufklärungsprozess ein langer Atem notwendig ist. Die Bedeutung von Venture Capital für unsere Wirtschaft ist noch relativ einfach zu vermitteln, auch wenn in unserer Wirtschaftskultur große und mittelständische Unternehmen die Schlagzeilen bestimmen. Risikoaversion ist aber eine Eigenschaft, die in den Tiefenstrukturen der Deutschen eingeschrieben scheint. Fakten sind das eine – eine darauf basierende Bewusstseins- und Verhaltensänderung das andere. Im Ergebnis muss man gar nicht zwischen der Bevölkerung und Menschen in der Politik unterscheiden. Ein entscheidender Hebel ist daher, Multiplikatoren und Botschafter/innen zu gewinnen. Auch Gewerkschaften gehören dazu. Zum einen sind sie an einer sicheren und auskömmlichen Altersversorgung ihrer Mitglieder interessiert. Zum anderen schaffen und sichern wachstumsstarke Unternehmen Arbeitsplätze und kompensieren gleichzeitig Arbeitsplatzverluste, die in einer sich dynamisch entwickelnden und von Trans-

formationsprozessen geprägten Wirtschaft in nicht länger wettbewerbsfähigen Unternehmen und Sektoren auftreten. Mit Unterstützung von Multiplikatoren aus Wirtschaft, Politik und Gesellschaft kann das Thema Wachstumskapital noch stärker im Bewusstsein von Politiker/innen und breiten Bevölkerungsschichten verankert werden. Gleichzeitig muss die Politik natürlich auch direkt angesprochen werden – durch Studien wie die vorliegende, durch Medienarbeit, Veranstaltungen und direkte Kontakte. Auch hier gilt es, trotz des gewachsenen Verständnisses der letzten Jahre hartnäckig zu sein und Botschaften kontinuierlich zu wiederholen. Dies trifft ebenso gegenüber professionellen Investoren zu, etwa gegenüber Versicherungen, die oft aufgrund überkommener Erfahrungen, die sie mit dem Platzen der Dotcom-Blase vor gut 20 Jahren gemacht haben, Investitionen in Wagniskapital scheuen.

Ein weiterer Hebel der Wissensvermittlung setzt noch viel früher an. Deutschland muss Wirtschafts- und Finanzthemen in schulischen Lehrplänen breit verankern und in Schulen und Universitäten muss sowohl fundiertes Wissen zu den Themen Unternehmensgründung und Kapitalanlage vermittelt als auch Interesse und Begeisterung dafür geweckt werden. Es muss uns gelingen, eine Gründungskultur in den Köpfen der jungen Menschen zu verankern, sodass diese die Beteiligung an wachsenden Unternehmen als Chance und nicht als Risiko ansehen.

## 2 MOBILISIERUNG VON VERMÖGEN

**Wir müssen Kapital stimulieren und es ihm erlauben, an die richtigen Stellen zu fließen**

Wie in Kapitel 3 gezeigt wurde, verfügen die privaten Haushalte in Deutschland über ein enormes Geldvermögen. Mitte 2022 betrug es 7,5 Bio. Euro. Mit nur 1,2% der Summe ließe sich die Venture-Capital-Finanzierungslücke Deutschlands zu den USA schließen. Weiteres Kapital ließe sich über das Altersvorsorgesystem mobilisieren. Analog zum *bpifrance Enterprises 2* in Frankreich sollte in Deutschland ein staatlich besicherter Fonds für Klein- und Privatanleger/innen aufgebaut werden, der zum Zwecke der privaten Altersvorsorge in Start-ups und KMUs investiert, die in transformationsrelevanten Sektoren tätig sind. Wenn der breiten Bevölkerung ermöglicht würde, an der Wertentwicklung von Venture Capital zu partizipieren, würde nicht nur sie davon profitieren, sondern die gesamte Volkswirtschaft. →N

Die Gesetzgebung privilegiert bei Anlagen institutioneller Investoren wie Versicherungen, Versorgungswerken und Pensionskassen solche mit hoher Bonität, um Anleger/innen hinter diesen Kapitalsammelstellen vor einem Ausfall zu schützen. Aufgrund der höheren Bonität von Fremdkapitalinstrumenten muss bei ihnen etwa nach Solvency II nur ein geringer Eigenkapitalpuffer hinterlegt werden. Dieser ist bei Eigenkapitalinstrumenten wie Aktien und Private Equity (zu dem auch

## **KLAUS HOMMELS**

»Das ist für mich das größte Mysterium: Wir brauchen die Anlage in Venture Capital, um Wohlstand aufzubauen und um technische Souveränität zu haben, und wir haben das Kapital – aber wir verbieten ihm, an die richtige Stelle zu fließen, weil wir vermeintlich die Anleger schützen wollen. In Wahrheit prellen wir damit aber die breite Bevölkerung um enorme Summen, über die sie im Alter verfügen könnte.«

## **INGO POTTHOF**

»Man muss den Kapitalgebern noch stärker zeigen, dass sich auch in Deutschland starke Renditen erzielen lassen. Die Botschaft ist in den letzten Jahren nur langsam angekommen – es gibt nach wie vor ein ‚Lack of Understanding‘.«

## **MARK SCHMITZ**

»Die Lieferkette von Kapital ist unterbrochen – wir müssen sie wiederherstellen und stärken, um Innovationen nachhaltig finanzieren zu können.«

## **MARKUS SOLIBIEDA**

»Bei Versicherungen und Pensionskassen muss die Erkenntnis verbreitet werden, dass man mit Wachstumskapital in Europa Geld verdienen kann. Die Daten dazu liegen ja vor.«

## **ZOE FABIAN**

»Wir brauchen ein stärkeres Engagement der europäischen Versicherungen und Pensionskassen. Nur so fließen die Wertzugewinne im Tech-Bereich wieder nach Europa zurück.«

---

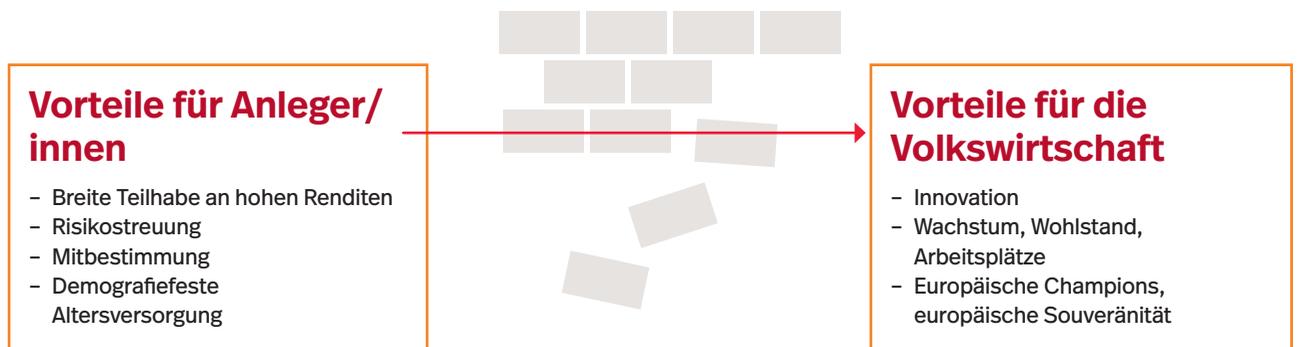
## N Kapital muss an die richtige Stelle fließen können

---

Die logische Kette und die Mauer dazwischen: Warum der Einsatz von Wachstumskapital, von zwei Seiten aus gesehen, so wichtig ist



# TEAR DOWN THIS WALL!



---

Quelle: Roland Berger, Deutsche Bundesbank

Venture Capital gehört) mit bis zu 49% ungleich höher. Zudem beschränkt die Risikoinvestmentquote nach der Anlageverordnung Investitionen in Eigenkapital. Infolgedessen legen institutionelle Investoren schwerpunktmäßig in festverzinsliche, vermeintlich sichere Papiere wie Staatsanleihen an. Dadurch werden langfristig orientierten Anleger/innen aber hohe Renditechancen und damit zukünftiger Wohlstand vorenthalten, obwohl das Risiko bei professionell gemanagten Eigenkapitalinstrumenten durch Diversifikation (über Marktsegmente, Fondsmanager, Regionen, Jahre) begrenzt werden kann, wie wir bereits gesehen haben.

Die Politik hat dies erkannt und für die gesetzliche Rentenversicherung über die angekündigte Aktienrente den Aufbau eines Aktienportfolios geplant. Damit ist ein erster wichtiger Schritt zur Erweiterung des umlagefinanzierten deutschen Rentensystems um eine kapitalgedeckte Komponente erfolgt. Zur Unterstützung von Start-ups und zur Erschließung weiterer Renditemöglichkeiten für die breite Bevölkerung muss nun ein weiterer Schritt erfolgen: Institutionelle Anleger sollten verpflichtet oder zumindest bis zu einem bestimmten Grad regulativ freigestellt werden, einen Anteil ihrer Anlagen in Wachstumskapital zu tätigen: Um einen spürbaren Effekt zu erzielen, sollten es 5-10% Venture Capital sein. Das ist für institutionelle Investoren mit einem überschaubaren Risiko verbunden, denn sie haben kontinuierliche Prämieinnahmen und erst später zu erfüllende Zahlungsverpflichtungen – eine ideale Konstellation für die Anlage in Eigenkapital, das langfristig eine hohe Rendite erzielt. Entsprechende Voraussetzungen sollten europäisch geschaffen werden. Die Bundesregierung muss die Risikoinvestmentquote

nach Anlageverordnung erhöhen und sich in den europäischen Konsultationen zu Solvency II dafür einsetzen, dass die Eigenkapitalhinterlegungspflichten für Private-Equity-/Venture-Capital-Anlagen weiter gesenkt werden.

Der innerhalb des Zukunftsfonds geplante Wachstumsfonds ist ein erstes, staatlich angebotenes Instrument, zukünftig substanziell Kapital von großen deutschen Kapitalsammelstellen für Venture-Capital-Investitionen zu mobilisieren. Das Gleiche gilt für den DeepTech & Climate Fonds, der Start-ups in Deep-Tech-Bereichen wie Robotik, künstlicher Intelligenz, Quantencomputing und Prozessautomatisierung global erfolgreich machen möchte und einen Schwerpunkt auf klimafreundliche Technologien legt.<sup>58</sup> Die Fonds müssen dazu von der Zielgruppe der institutionellen Investoren, Family Offices und Stiftungen als marktgängiges, attraktives Produkt angenommen werden. Wie dies langfristig erfolgreich umgesetzt werden kann, zeigt das öffentlich-private Kooperationsmodell in Dänemark, welches inzwischen in dritter Fund-of-Funds-Generation mit dortigen Versicherungen und Pensionsfonds realisiert wird.<sup>59</sup>

Eine weitere ausbaubare und entscheidende Kapitalquelle sind Unternehmen, die über eigene Coporate-Venture-Capital-Aktivitäten nicht zuletzt zur Stärkung und Ergänzung der eigenen Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten in Start-ups investieren. Diese Investments sollten als F&E-Ausgaben geltend gemacht und Verluste sollten steuerlich vereinbar sein.

## **REGINA HODITS**

»Große Kapitalsammelstellen wie Versicherer, Pensionsfonds, strategische Investoren und Stiftungen müssen Anreize bekommen, am Erfolg des deutschen VC-Marktes zu partizipieren.«

## **MARK SCHMITZ**

»Wir müssen die regulatorischen und steuerlichen Rahmenbedingungen der Fondsverwaltung in Deutschland radikal verbessern, um im internationalen Wettbewerb mithalten zu können.«

## **JEANNETTE ZU FÜRSTENBERG**

»Wer in Deutschland das Problem der Mitarbeiterbeteiligung löst, setzt einen echten Meilenstein.«

## **ZOE FABIAN**

»Wir müssen die Wettbewerbsfähigkeit unserer Start-ups erhöhen. Die Themen Talentvergütung, Mitarbeiterkapitalbeteiligungen und flexiblere Visapolitik müssen von der Politik dringend angegangen werden.«

## 3 ABBAU VON HÜRDEN

### Wir müssen den Rechtsrahmen international wettbewerbsfähig gestalten

Um Deutschland bei der Mobilisierung von Venture Capital international wettbewerbsfähig zu machen, müssen sowohl Hürden abgebaut werden, die die Investitionen in die Anlageklasse direkt behindern, als auch solche, die das Ökosystem und die Start-ups betreffen und damit indirekte Auswirkungen auf die Investitionen und ihren Erfolg haben.

Unwägbarkeiten bei der Besteuerung von VC-Fonds und ihrer Investoren wirken direkt auf die Investitionen in Wachstumskapital in Deutschland, denn sie stellen aktuell einen gravierenden Wettbewerbsnachteil für deutsche Fonds dar. Ein zentrales Merkmal eines jeden Fonds ist die Steuerneutralität: Jeder Investor versteuert den auf ihn entfallenden Anteil der Erträge aus den Kapitalinvestitionen auf seiner Ebene in seinem Heimatland nach seinen persönlichen Besteuerungsmerkmalen. Steuerneutralität entspricht internationalem Standard und macht Fonds international konkurrenzfähig im Wettbewerb um das Kapital der großen Kapitalsammelstellen. In Deutschland können vermögensverwaltende Fonds errichtet werden (Stichwort: steuertransparenter Fonds), im Gegensatz zu anderen Staaten bestehen hier aber Unsicherheiten. Fonds ohne Steuertransparenz, also gewerbliche Fonds, sind nicht steuerneutral und kommen damit für Investitionen internationaler Kapitalsammelstellen nicht infrage. Deutsche Private-

Equity- und Venture-Capital-Fonds sind zurzeit nur auf Basis eines Schreibens des Bundesfinanzministeriums (BMF) aus dem Jahr 2003 steuertransparent. Das BMF-Schreiben entspricht aber nicht mehr den heutigen Anforderungen und Rechtssicherheit ist damit nicht gewährleistet. Ziel muss möglichst eine gesetzliche Regelung zur Steuertransparenz sein, die zeitgemäße Kriterien für die Steuertransparenz vorsieht. Rechtsunsicherheit ist ein Nachteil im Wettbewerb um Investorenkapital, Rechtssicherheit wird unmittelbar zu mehr Investitionen führen.<sup>60</sup>

Die international wichtigsten Investorengruppen in Private Equity/Venture Capital sind Pensionskassen und andere Einrichtungen der Altersvorsorge, die diese Rechtssicherheit benötigen. Eine gesetzliche Kodifizierung der Steuerneutralität deutscher Private-Equity- und Venture-Capital-Fonds wäre weitgehend steueraufkommensneutral: Der international betrachtet sehr kleine deutsche Private-Equity-/Venture-Capital-Markt nutzt derzeit nahezu ausschließlich steuerneutrale Fonds. Sie würde deutsche Private-Equity-/Venture-Capital-Fonds für deutsche und insbesondere ausländische Investoren aber viel attraktiver machen und somit mehr Investitionen in Start-ups und kleine und mittlere Unternehmen ermöglichen.

Auch die Umsatzsteuer auf die Verwaltungsleistung von Fondsmanagern benachteiligt aktuell den Standort Deutschland. In den wichtigen Mitgliedsstaaten, mit denen Deutschland bei Private Equity/Venture Capital im Wettbewerb steht, sind die Verwaltungsvergütungen nicht mit Umsatzsteuer belastet. Deutschland ist verglichen mit den relevanten EU-Wettbewerbern einer der

wenigen Mitgliedsstaaten, der (seit einem BMF-Schreiben vom 31. Mai 2007) die Verwaltung von Private-Equity- und Venture-Capital-Fonds als grundsätzlich steuerbaren und steuerpflichtigen Leistungsaustausch und nur in wenigen Ausnahmefällen als umsatzsteuerfrei behandelt. Die 2021 eingefügte Ausnahme für sogenannte Wagniskapitalfonds löst das Problem nicht. Die Umsatzsteuerfreiheit sollte EU-einheitlich für alle deutschen Private-Equity- und Venture-Capital-Fonds gelten. Der aktuelle Stand benachteiligt deutsche Fonds im internationalen Wettbewerb und bedeutet für neu aufzulegende deutsche Fonds eine faktische Markteintrittsbarriere. Dringend benötigtes Wagniskapital wird damit jungen, technologieorientierten Start-ups vorenthalten. Ein Wegfall der Besteuerung bedeutet keine Privilegierung, sondern eine Angleichung an die gängige Praxis in vielen Mitgliedsstaaten der EU und würde den Fondsstandort Deutschland insgesamt stärken. Im Rahmen des Zukunftsfinanzierungsgesetzes wurden weitere Erleichterungen bzw. Umsatzsteuerbefreiungen angekündigt. Von diesem Ziel darf die Bundesregierung nicht abweichen.

Ein weiterer wesentlicher Standortnachteil für deutsche Start-ups und das Ökosystem sind die sehr nachteiligen Regelungen zu Mitarbeiterkapitalbeteiligungen. Diese belasten erheblich die Gewinnung von Fach- und Führungskräften aus dem Ausland, die Motivation der Teams und damit die Wettbewerbsfähigkeit der jungen Wachstumsunternehmen. Bei der Mitarbeiterkapitalbeteiligung muss insbesondere das Thema der Dry-Income-Besteuerung angegangen werden. Die 2021 eingeführte Steuerstundung ist ein richtiger Ansatz, muss aber praxisgerecht ausgestaltet werden. So darf ein Job-

wechsel zum Beispiel nicht zum Wegfall der Stundung führen, sondern erst der Verkauf der Beteiligung. Fachkräfte, auch aus dem Ausland, können mit einer solchen risikobehafteten Regelung nicht gelockt werden. Die Bundesregierung hat dieses lange bekannte Problem erkannt und im Mitte 2021 beschlossenen Fondsstandortgesetz adressiert. Diese ersten Verbesserungen dürfen allerdings nicht das letzte Wort sein. Zu begrüßen sind daher der Plan des Bundesfinanz- und des Bundesjustizministeriums, dieses Thema in einem Zukunftsfinanzierungsgesetz weiter voranzubringen,<sup>61</sup> sowie die Inhalte des Eckpunktepapiers aus dem Bundesfinanzministerium von Anfang Januar 2023. Der steuerliche Freibetrag soll von 1.440 auf 5.000 Euro weiter steigen.<sup>62</sup> Die Stundungsmöglichkeit soll verbessert werden (zum Beispiel Erweiterung der zulässigen Unternehmensanteile, Verlängerung von zwölf auf zwanzig Jahre), aber wesentliche Probleme der Regelung blieben bestehen.

Der Zuzug von Fachkräften ist überdies in Deutschland durch langwierige Visaverfahren und die komplizierte Praxis der Anerkennung von Studien- und Berufsabschlüssen erschwert. Eine Entschlackung und Beschleunigung der Prozesse ist dringend geboten. Es ist ein wichtiger Schritt, dass das Auswärtige Amt Mitte Januar 2023 einen „Aktionsplan Visabeschleunigung“ erarbeitet hat, der vorsieht, dass die Stellen zur Bearbeitung von Visaanträgen deutlich ausgebaut werden und die Visaverfahren digitaler und schneller werden.<sup>63</sup> Das Bundesinnen- und das Bundesarbeitsministerium wiederum haben im Januar einen Gesetzentwurf zur Weiterentwicklung der Fachkräfteeinwanderung vorgelegt. Bewerber/innen können eine „Chancenkarte“ erhalten, wenn sie sich über ein Punktesystem, das insbesondere die berufliche Qualifi-

kation, Sprachkenntnisse, Berufserfahrung und Alter berücksichtigt, dafür qualifizieren. Mit der Chancenkarte haben sie die Möglichkeit, nach Deutschland einzuwandern, ohne über einen Arbeitsvertrag zu verfügen. Für andere Formen der Einwanderung werden Mindestgehaltsschwellen und Sprachkenntnisse gesenkt. Anerkannte Fachkräfte sollen zukünftig in jedem nicht reglementierten Beruf arbeiten dürfen. Start-ups würden von der Neuregelung profitieren. Die Bundesregierung hofft auf 50.000 zusätzliche Arbeitskräfte jährlich.<sup>64</sup>

Schließlich würde der deutsche VC-Standort gestärkt, wenn Unternehmen Investments in Start-ups als F&E-Ausgaben geltend machen können. Dies würde den wichtigen Bereich des Corporate Venture Capital fördern. Soweit sich das Investment dann profitabel entwickelt, würde durch eine entsprechende Besteuerung des Veräußerungsgewinns der Steuervorteil aus dem früher geltend gemachten Sofortabzug wieder ausgeglichen.

Auf europäischer Ebene würde es helfen, wenn die lange diskutierte Kapitalmarktunion realisiert wird. Eine einheitliche europäische Regulatorik, die Investitionen in Start-ups begünstigt, würde es den nationalen Regierungen ersparen, nationale Lösungen erarbeiten zu müssen. Ein unnötiger Wettbewerb um das bessere Recht für die Start-up-Finanzierung würde vermieden werden und die Informationskosten für Anleger würden deutlich reduziert. All das würde der Mobilisierung europäischen Venture Capitals zu einem großen Schub verhelfen. Dabei können vorbildliche nationale Regulierungen in eine gemeinsame Regulierung auf EU-Ebene einfließen.<sup>65</sup>

## 4 GUTE IDEEN, GUTE GESCHÄFTE

### Wir brauchen eine bessere Unterstützung von Ausgründungen

Erfreulicherweise wollen immer mehr Studierende in Deutschland ein Unternehmen gründen – das hoben unsere Interviewpartner/innen positiv hervor, auch wenn eingeschränkt wurde, dass das gleiche Phänomen auch in anderen Ländern zu beobachten ist, in denen, wie in Deutschland, eine Angestelltenkarriere in einem bekannten Unternehmen oder eine Beamtenlaufbahn Königswege nach dem Studium waren. Der Gründergeist ist also vorhanden und deutsche Hochschulen verfügen über hervorragendes Know-how in Zukunftstechnologien. Teams an Universitäten sind zunehmend motiviert, das Wissen aus ihren wissenschaftlichen Projekten und ihre kreativen Ideen zu kommerzialisieren. Doch es fehlt sehr oft an den notwendigen Strukturen und der notwendigen Unterstützung durch die Universitäten. Denn zu den Ideen müssen Kontakte, betriebswirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Kenntnisse, Infrastruktur wie Büros und Labore und Anschubfinanzierung hinzukommen. Vor Ort muss daher die Kooperation von Hochschulen, Investoren, Inkubatoren, Akzeleratoren, Unternehmen und der regionalen Wirtschaftsförderung ausgebaut werden, um die Voraussetzungen für eine Ausgründungskultur zu schaffen.

Auch wenn eine wachsende Zahl an Hochschulen inzwischen eigene Entrepreneurship-Zentren aufgebaut

## **PAUL-JOSEF PATT**

»Wir können die großen Probleme unserer Zeit wie Klimawandel oder Digitalisierung nur durch technologischen Fortschritt lösen. Wir haben an den deutschen Hochschulen und Instituten ein enormes Potenzial, das wir viel stärker in die Entwicklung und Kommerzialisierung innovativer Produkte einbringen müssen.«

## **GESA MICZAIKA**

»In Schweden gehört geistiges Eigentum der Person, die es entwickelt hat, und nicht der Hochschule – das sollte bei uns auch der Fall sein.«

## **MARKUS SOLIBIEDA**

»Der wichtigste Wandel ist, dass viele gute Absolventen sich bei uns heute vorstellen können, unternehmerisch tätig zu werden. Das gilt allerdings für außereuropäische Länder ebenfalls.«

## **JULIANE HAHN**

»Studentinnen und Studenten müssen bei (Aus-)Gründungen von den Hochschulen viel stärker mit einschlägigem Wissen und entsprechender Infrastruktur unterstützt und auf die Gründung vorbereitet werden. In Deutschland ist die TUM hier ein Vorbild, in der Breite passiert allerdings noch nicht genug. In Ländern wie den USA ist das an guten Hochschulen bereits länger Standard.«

»Hochspezialisierte Ökosysteme benötigen in der Frühphase häufig entsprechend spezialisierte Investoren. Wir brauchen daher Förderprogramme auch für Business Angels, die in einem solchen Umfeld tätig sind oder sein können.«

hat, bleibt viel Potenzial ungenutzt. Es gibt Leuchttürme wie beispielsweise die TU München, die RWTH Aachen, die TU Darmstadt oder die WHU Vallendar, die großen Wert darauf legen, die bei ihnen entwickelten Forschungsergebnisse und Geschäftsideen zu kommerzialisieren. Sie vermitteln nicht nur in der Lehre die Attraktivität von Gründungen, sondern bieten in ihren Gründerzentren umfangreiche Unterstützung und intensive Begleitung über Mentoren, Programme und Netzwerke. Andere Universitäten finden hier Vorreiter und Blaupausen, wie sie ebenfalls vorgehen können.

Entscheidende Impulse müssen auch aus der Politik kommen. Es ist eine richtige Maßnahme, dass die Bundesregierung das Förderprogramm „EXIST-Potentiale“ durch einen „Leuchtturm Wettbewerb Entrepreneurship-Zentren“ ergänzen möchte, der „hochschulübergreifende Ökosysteme mit internationaler Ausstrahlung und starker Einbindung in regionale und nationale Wertschöpfungsketten“ etablieren soll.<sup>66</sup> Um Ausgründungen nicht nur in diesen Projekten, sondern an jeder Hochschule zu fördern, sollten Bund und Länder jede Hochschule verpflichten, einen Gründungslotsen einzustellen, und diesen finanzieren. Die Förderung von Business Angels ist ein weiteres Instrument, um Ausgründungen zu unterstützen und ihren Erfolg wahrscheinlicher zu machen. Die von der Bundesregierung angestrebte Neuauflage des INVEST-Programms zur Belebung des Business-Angel-Ökosystems in Deutschland geht in die richtige Richtung.<sup>67</sup> Zur vollen Entfaltung des Potenzials, das die deutsche Transfer- und Innovationslandschaft hat, muss die Finanzierungslücke zwischen EXIST- und Venture-Capital-Finanzierung durch private oder öffentliche Investor/innen durch eine Anschubfinanzierung in Form

eines öffentlichen Fonds geschlossen werden. Die bisherigen Ideen des Bundesforschungsministeriums hinsichtlich eines German Technology Transfer Fund (GTTF) sind ein richtiger Schritt und weiter zu konkretisieren.

Dringend von der Politik anzugehen ist auch der Umgang mit geistigem Eigentum (intellectual property, IP). Die IP-Rechte liegen im Moment bei den Forschungseinrichtungen, nicht den Forscher/innen. Ohne die IP-Rechte ist es diesen aber nicht möglich, ein Start-up mit einem funktionierenden Geschäftsmodell aufzubauen und Venture-Capital-Investoren zu gewinnen. Wird die Nutzung gewährt, können die Forschungseinrichtungen nach geltendem Recht feste Lizenzgebühren unabhängig vom Erfolg des Unternehmens verlangen. Für ein Start-up ist eine solche Belastung zu Beginn häufig nicht tragbar. Zudem hat das Start-up nicht die Möglichkeit, die IP-Rechte an Dritte zu übertragen. Aus der Start-up-Szene wird daher zu Recht gefordert, dass die Lizenzgebühren umsatzabhängig erhoben werden.<sup>68</sup> Außerdem sollte es Start-ups ermöglicht werden, die IP-Rechte zu kaufen – in diesem Fall können ebenfalls umsatzabhängige Zahlungen vereinbart werden, sodass die Forschungseinrichtungen vom Erfolg des Start-ups profitieren. Schließlich muss ein Umdenken in Bezug auf die Messung der Leistungsfähigkeit einer Hochschule erfolgen. Der Staat sollte Hochschulen nicht nur an der Anzahl der Patente, an Preisen oder der Höhe von eingeworbenen Drittmitteln messen, sondern ebenso an der Zahl und Qualität von Ausgründungen.

# 5

## MEHR DIVERSITÄT

### Wir müssen Frauen unterstützen, in Start-ups und Venture-Capital-Fonds zu arbeiten

Frauen stellen nur einen sehr geringen Anteil in den Teams von VC-Fonds und ihr Anteil im Management ist noch kleiner. In Start-ups wuchs zwar der Anteil von Frauen über die letzten Jahre kontinuierlich, beträgt aber weiterhin nur gut 20%.<sup>69</sup> Hier wird ein großes Potenzial verschenkt, denn Frauen stellen an den Hochschulen in vielen Fächern die Mehrzahl der Studierenden und Absolventen, oft verlassen sie Schulen und Hochschulen mit besseren Noten als ihre männlichen Mitschüler oder Kommilitonen. Initiativen wie #Startupdiversity und Netzwerke wie Grace oder Global Digital Women unterstützen Gründerinnen. Level20 setzt sich für mehr Frauen in Beteiligungsgesellschaften ein. Diese Initiativen reichen jedoch nicht aus. Auch die politischen Rahmenbedingungen müssen die Lebensrealität von Gründerinnen und Investorinnen reflektieren. Mit der Gründung einer Familie stehen sie in Deutschland vor großen Hürden, um Beruf und Familie zu vereinbaren. Als Selbstständige gibt es keine vergleichbaren Regeln hinsichtlich Mutterschutz, Elternzeit und Absetzbarkeit von Kinderbetreuungskosten wie für Angestellte. Gründer/innen brauchen eine sehr viel bessere Unterstützung des Staates, wie etwa in Frankreich. Dort ist es selbstverständlich, dass der Staat Frauen und Männer bei der Vereinbarkeit von Beruf und Familie unterstützt. In ihrer Start-up-Strategie hat die Bundesregierung angekündigt, dass sie Maßnahmen einleitet, um die Vereinba-

rung von Beruf und Familie für Gründer/innen zu erleichtern. Dies muss zügig geschehen, damit entsprechende Instrumente schnell geschaffen werden. So wurden die innerhalb des Zukunftsfonds geplanten Separate Managed Accounts (Fonds, die mit dem Fokus auf Diversity und Impact investieren) bereits als geeignetes Instrument für die Unterstützung von mehr Diversität diskutiert. Wenn mehr Frauen im VC-Markt und in Start-ups tätig sind, kann dies einen Kulturwandel einleiten, der die weitere Entwicklung verstärkt.

Die öffentliche Hand sollte überdies spezielle Programme oder Instrumente zur Unterstützung von gezielten Investitionen in Start-ups entwickeln, die einen vorgegebenen Frauenanteil aufweisen. In der Start-up-Strategie der Bundesregierung ist angekündigt, dass weiblich und divers aufgestellte Venture-Capital-Fonds mit Mitteln aus dem Zukunftsfonds besonders gefördert werden. Auch das ist ein richtiger Schritt, der schnell umgesetzt werden muss.

Ein weiterer Aspekt der Diversität ist, dass es in MINT-Fächern nach wie vor zu wenige Absolventinnen gibt. Damit ist auch die Quote von Gründerinnen bei Start-ups oder von Managerinnen von Venture-Capital-Fonds im Tech-Bereich und damit in relevanten Feldern wie Climate-Tech, Biotech oder Mobilität niedrig. Um mehr Frauen für MINT-Fächer zu begeistern, muss bereits in der Grundschule angesetzt werden und die Anstrengungen müssen in weiterführenden Schulen vertieft werden. Nationale Initiativen wie „komm-mach-MINT“<sup>70</sup> sind richtig. Ihre Erfolgswirksamkeit ist laufend zu evaluieren und es ist zu überprüfen, wo sie verstärkt und ergänzt werden müssen. Programmierkenntnisse müs-

sen für alle Schüler/innen selbstverständlich werden. In Kombination mit den bereits angesprochenen Kenntnissen in Wirtschaft, Unternehmertum und Kapitalanlage wäre mit einer breiten MINT-Ausbildung die interdisziplinäre Grundlage gelegt, dass Deutschland seine Stärken im technischen Bereich weiter ausbauen kann. Dass dies dringend notwendig ist, zeigt der neueste MINT-Herbstreport des IW Köln: 2021 und 2022 ist die MINT-Lücke in Deutschland auf über 500.000 zu besetzende Stellen angestiegen.<sup>71</sup>

## **DIE MEINUNG UNSERER INTERVIEWPARTNER/INNEN ...**

### **GESA MICZAIKA**

» Der Staat muss ein Vorbild sein. Wir brauchen weibliche General Partner in den halbstaatlichen VC-Fonds und der Staat muss darauf achten, dass die VC-Fonds, in die er als Limited Partner investiert, divers geführt werden.«

### **JEANNETTE ZU FÜRSTENBERG**

» Frauen brauchen viel mehr Unterstützung, um Familie und Beruf zu vereinbaren. Und wir müssen Schülerinnen für MINT-Fächer begeistern. Coding muss Lingua franca werden.«

### **SOPHIE AHRENS-GRUBER**

» Wir brauchen mehr Frauen in männerdominierten Berufen und umgekehrt. Es wird Zeit, dass wir konkret über Hürden und Anreize sprechen, um das gesamte gesellschaftliche Potenzial zu erschließen.«

Wir haben fünf konkrete Handlungsfelder benannt, die angegangen werden müssen, um mehr Venture Capital in Deutschland und Europa zu mobilisieren. Neben den konkreten Handlungsfeldern betonten unsere Gesprächspartner/innen, wie entscheidend es sei, dass sich zentrale Politik- und Regierungsvertreter/innen die Themen Start-ups und Venture Capital zu eigen machen, um einen Gründergeist zu entfachen und eine Gründungswelle loszutreten. Als Vorbild wurde Frankreich aufgeführt, das mit Emmanuel Macron einen Präsidenten hat, der die Erfolge französischer Start-ups regelmäßig mit Tweets feiert und erfolgreiche Start-ups in den Élysée-Palast einlädt. Aus deutscher Sicht haben wir aktuell ein „Window-of-opportunity“, denn entscheidende Bundesminister wie Christian Lindner (Finanzen), Robert Habeck (Wirtschaft und Klimaschutz) und Bettina Stark-Watzinger (Bildung und Forschung) oder auch Jörg Kukies, aktuell Staatssekretär im Bundeskanzleramt, wissen um die Bedeutung von Start-ups für die deutsche Wirtschaft und um die ungenutzten Potenziale des deutschen Venture-Capital-Ökosystems. Sie tragen die Diskussion, wie man das Start-up-Ökosystem stärken kann, in die Öffentlichkeit. Allein an der Umsetzung der notwendigen und wirksamen Maßnahmen fehlt es noch.

Die im Juli 2022 veröffentlichte Start-up-Strategie der Bundesregierung beinhaltet wichtige Maßnahmen zur Förderung der Start-up- und Venture-Capital-Landschaft in Deutschland und Europa, insbesondere zu den Themen Finanzierung für Start-ups, Ausgründungen und Diversität.<sup>72</sup> Das Fondsstandortgesetz adressierte im Jahr 2021 schon Schwachstellen im Ökosystem. Das geplante Zukunftsfinanzierungsgesetz geht in deren Behebung noch einen Schritt weiter, um insbesondere die Mitarbeiterkapitalbeteiligung attraktiver zu machen. Auch der Fachkräftezugang soll erleichtert werden. Alle Initiativen gehen in die richtige Richtung, nur die dort angekündigten Maßnahmen müssen rasch, umfassend und mit tatsächlicher Impulswirkung umgesetzt werden.

Unsere Studie will dazu beitragen, in den Dialog mit der Politik zu treten und sie dabei zu unterstützen, den Venture-Capital-Standort Deutschland und damit auch Europa zu einem globalen Kraftzentrum zu machen.

**ES GEHT UM UNSERE ZUKUNFT – PACKEN WIR ES AN!**

# Fußnoten

- 1** In der Studie werden die Begriffe Wagniskapital, Venture Capital, VC und Wachstumskapital synonym verwandt. Wir fokussieren uns in der Studie auf Eigenkapitalbeteiligungen, d.h., wir behandeln Venture Debt – Fremdkapitalfinanzierung von Start-ups – nicht. Der Marktanteil von Venture Debt bei Wagniskapitalfinanzierungen liegt auf dem europäischen Kontinent bei 2-3%, nimmt aber zu. Siehe: Janssen, Sven (2021): Kredite für Start-ups als neue Anlageklasse in Europa. In: Börsenzeitung, 30.07.2021.
- 2** Vgl. Atomico (2022): State of the European Tech 2022. Höhere Zinsen und Inflationsrisiken werden von den befragten europäischen Gründern und VCs als wichtigstes Makrorisiko genannt, das in den nächsten fünf Jahren zu einer Verringerung der VC-Aktivitäten in Europa führen kann. <https://stateofeuropeantech.com/1.european-tech-a-new-reality>, Abruf am 07.12.2022.
- 3** Berechnet basierend auf Daten von CB Insights (2023): State of Venture. <https://www.cbinsights.com/research/report/venture-trends2022/#:~:text=Global%20venture%20funding%20reached%20%24415.1,return%20to%20pre%2DCovid%20levels>, Abruf am 16.01.2023.
- 4** In dieser Studie wird der Begriff „Start-ups“ für Unternehmensgründungen mit hohem Wachstumspotenzial verstanden und umfasst sowohl solche Unternehmen, die sich noch in der Frühphase oder Übergangsphase zum starken Wachstum befinden, als auch solche, die bereits stark wachsen (Scale-ups).
- 5** Berechnet basierend auf Daten des Venture Pulse Report Q2/2022, <https://home.kpmg/xx/en/home/campaigns/2022/10/q3-venture-pulse-report-global.html>, Abruf. Am 22.12.2022.
- 6** Berechnet basierend auf Daten von CB Insights (2023): State of Venture. <https://www.cbinsights.com/research/report/venture-trends-2022/#:~:text=Global%20venture%20funding%20reached%20%24415.1,return%20to%20pre%2DCovid%20levels>, Abruf am 16.01.2023.
- 7** Destatis: Statistischer Bericht Außenhandel, September 2022. 2016 betrug der Exportüberschuss 249 Mrd. Euro. Seitdem ist er kontinuierlich abgesunken, 2021 betrug er 175 Mio. Euro. [https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Aussenhandel/Publikationen/Downloads-Aussenhandel/aussenhandel-welthandel-5510006159004.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Aussenhandel/Publikationen/Downloads-Aussenhandel/aussenhandel-welthandel-5510006159004.pdf?__blob=publicationFile), Abruf am 07.12.2022.
- 8** Lakestar (2021): The 2 Trillion German Financing Gap.
- 9** IPE International Publishers: Top 1000 Pension Funds. <https://www.ipe.com/reports/top-1000-pension-funds>, Abruf am 17.11.2022.
- 10** Sparleistung 2021: Destatis, [https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Volkswirtschaftliche-Gesamtrechnungen-Inlandsprodukt/Publikationen/Downloads-Inlandsprodukt/inlandsprodukt-lange-reihen-pdf-2180150.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Volkswirtschaftliche-Gesamtrechnungen-Inlandsprodukt/Publikationen/Downloads-Inlandsprodukt/inlandsprodukt-lange-reihen-pdf-2180150.pdf?__blob=publicationFile), Abruf am 17.11.2022. Geldvermögen (Q2 2022): Deutsche Bundesbank. <https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/723452/723452?tsId=BBK01.CEFOOJ&dateSelect=2022>, Abruf am 02.12.2022. Anzahl private Haushalte (2021; 40,7 Mio.): Destatis. <https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Bevoelkerung/Haushalte-Familien/Tabellen/I-I-privathaushalte-haushaltsmitglieder.html>, Abruf am 02.12.2022.
- 11** BVK, IE.F, Roland Berger (2018): Treibstoff Venture Capital – Wie wir Innovation und Wachstum befeuern, S. 8. [https://www.ie.foundation/content/4-publications/vcstudy\\_ief\\_bvk\\_rb\\_online.pdf](https://www.ie.foundation/content/4-publications/vcstudy_ief_bvk_rb_online.pdf), Abruf am 18.11.2022.
- 12** World Intellectual Property Organization: Country Profiles. <https://www.wipo.int/directory/en/>, Abruf am 18.11.2022.
- 13** Startupdetector: startupdetector report 2020,

startupdetector report 2021. <https://startupdetector.de/reports/startupdetector-report-2020.pdf> und <https://startupdetector.de/reports/startupdetector-report-2021.pdf>, Abruf am 18.11.2022.

**14** Bundesverband Deutsche Startups, PwC (2022): Deutscher Startup Monitor 2022. [https://startupverband.de/fileadmin/startupverband/mediaarchiv/research/dsm/DSM\\_2022.pdf](https://startupverband.de/fileadmin/startupverband/mediaarchiv/research/dsm/DSM_2022.pdf), Abruf am 18.11.2022.

**15** Alleine im zwei Billionen Euro großen EU-Haushalt von 2021 bis 2027 sind 30 Prozent der Mittel zur Bekämpfung des Klimawandels vorgesehen. EU-Kommission: Was ist neu im Haushalt 2021-2027? [https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/long-term-eu-budget/2021-2027/whats-new\\_de?gclid=EAIaIQobChMI44afoaOI-wIVmdnVCh3jEwayEAAAYASAAEgJTKPD\\_BwE](https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/long-term-eu-budget/2021-2027/whats-new_de?gclid=EAIaIQobChMI44afoaOI-wIVmdnVCh3jEwayEAAAYASAAEgJTKPD_BwE), Abruf am 17.11.2022.

**16** solarimpulse.com, Abruf am 17.11.2022.

**17** Danijel Visëvić: Klimaschutz braucht Risikokapital; Handelsblatt, 16.11.2022.

**18** Bundesverband Deutsche Startups, PwC (2022): Deutscher Startup Monitor 2022. [https://startupverband.de/fileadmin/startupverband/mediaarchiv/research/dsm/DSM\\_2022.pdf](https://startupverband.de/fileadmin/startupverband/mediaarchiv/research/dsm/DSM_2022.pdf), Abruf am 18.11.2022.

**19** Wikipedia (2022): Inflation Reduction Act of 2022. [https://en.wikipedia.org/wiki/Inflation\\_Reduction\\_Act\\_of\\_2022#Economic](https://en.wikipedia.org/wiki/Inflation_Reduction_Act_of_2022#Economic), Abruf am 19.12.2022.

**20** Vgl. KfW-Gründungsmonitor 2022, S. 5 „Gründungen disziplinieren und modernisieren die Volkswirtschaft“. <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Gr%C3%BCndungsmonitor/KfW-Gr%C3%BCndungsmonitor-2022.pdf>, Abruf am 01.12.2022.

**21** Lakestar (2021): The 2 Trillion German Financing Gap.

**22** The Crunchbase Unicorn Board. <https://news.crunchbase.com/unicorn-company-list/>, Abruf am 19.12.2022.

**23** Die Nettorendite ist nach Abzug von Gebühren, Ausgaben und Zinsen der betrachteten VC-Fonds

berechnet. Die VC-Daten beziehen sich auf den 2022 Europe Developed Venture Capital Index (Juni 2022).

Atomico (2022): State of the European Tech 2022. <https://stateofeuropeantech.com/1.european-teach-a-new-reality>, Abruf am 14.12.2022. Cambridge Associates (2022): Current benchmark statistics. <https://www.cambridgeassociates.com/private-investment-benchmarks/>, Abruf am 14.12.2022.

**24** Jürgens, Alexander / TUM and equation AG (2022): Portfolio Construction in Venture Capital: The Impact of Portfolio Size on Risk and Returns. <https://www.equationcap.com/files/reports/portfolio-construction-report.pdf>, Abruf am 22.12.2022.

**25** Bouyouts sind Mehrheitsübernahmen durch Private-Equity-Gesellschaften von in der Regel etablierten Unternehmen.

**26** Lakestar (2022): Endowment model: Strategy that revolutionized institutional investment. Zu einem ähnlichen Ergebnis bzgl. der Volatilität von Investments in Dachfonds kommt eine Studie von Golding. Gegenüber Einzelinvestments reduzieren Investitionen in Dachfonds die Volatilität der Quartalsrenditen um 90%. Golding (2022): Quantifizierung des Diversifikationseffekts von Privatmarkt-Dachfonds. [https://www.goldingcapital.com/fileadmin/news/publications/Golding\\_whitepaper\\_diversifizierungseffekt\\_fof.pdf](https://www.goldingcapital.com/fileadmin/news/publications/Golding_whitepaper_diversifizierungseffekt_fof.pdf), Abruf am 19.12.2022.

**27** Lakestar (2022): Endowment model: Strategy that revolutionized institutional investment. Der Anteil alternativer Anlagen stieg von 11% im Jahr 1985 auf 75% im Jahr 2020, den größten Anteil davon hatte 2020 VC mit 23% aller Anlagen.

**28** Ebenda.

**29** Ebenda.

**30** CalPERS (2022): Facts at a Glance for Fiscal Year 2021-22. <https://www.calpers.ca.gov/docs/forms-publications/facts-about.pdf>, Abruf am 31.01.2023.

# Fußnoten

- 31** CalPERS (2022): Investment & Pension Funding, Facts at a Glance for Fiscal Year 2021–22. <https://www.calpers.ca.gov/docs/forms-publications/facts-investment-pension-funding.pdf>, Abruf am 19.12.2022.
- 32** Sidel, Robin (2004): “Calpers effect” may give lift to underperforming stocks. Wall Street Journal, 20. April 2004. <https://www.wsj.com/articles/SB108240302030986805>, Abruf am 19.12.2022.
- 33** IE.F, Roland Berger, Bundesverband Deutsche Startups, Deutsche Börse (2021): Für ein Wirtschaftswunder 2.0 – Wie Startups und Scaleups den deutschen Arbeitsmarkt beflügeln. <https://www.ie.foundation/content/4-publications/fuer-ein-wirtschaftswunder-2.0.-wie-startups-und-scaleups-den-deutschen-arbeitsmarkt-befluegeln.internet-economy-foundation.pdf>, Abruf am 17.11.2022.
- 34** Bundesverband Deutsche Startups, PwC (2022): Deutscher Startup Monitor 2022. [https://startupverband.de/fileadmin/startupverband/mediaarchiv/research/dsm/DSM\\_2022.pdf](https://startupverband.de/fileadmin/startupverband/mediaarchiv/research/dsm/DSM_2022.pdf), Abruf am 17.11.2022.
- 35** Ebenda.
- 36** Berechnet basierend auf Daten von CB Insights (2023): State of Venture. <https://www.cbinsights.com/research/report/venture-trends-2022/#:~:text=Global%20venture%20funding%20reached%20%24415.1,return%20to%20pre%20Covid%20levels>, Abruf am 16.01.2023.
- 37** CB Insights definiert die einzelnen Stages dabei wie folgt: Zur Early Stage werden die Finanzierungsrunden Seed und Series A gezählt, Series B und Series C werden als Mid Stage bezeichnet, Series D bis Series K+ fassen die Later Stage zusammen.
- 38** KPMG: Venture Pulse Report Q2/2022. <https://home.kpmg/xx/en/home/campaigns/2022/10/q3-venture-pulse-report-global.html>, Abruf am 04.12.2022.
- 39** Prognosen von Oxford Economics, bemessen in nominalem BIP.
- 40** Lakestar (2021): The 2 Trillion German Financing Gap.
- 41** Ebenda.
- 42** CB Insights (2023): State of Venture. <https://www.cbinsights.com/research/report/venture-trends-2022/#:~:text=Global%20venture%20funding%20reached%20%24415.1,return%20to%20pre%20Covid%20levels>, Abruf am 16.01.2023.
- 43** Vgl. EFAMA (2022): Asset Management Report 2022. <https://www.efama.org/sites/default/files/files/Asset%20Management%20Report%202022.pdf>, Abruf am 21.12.2022.
- 44** Geldvermögen (Q2 2022): Deutsche Bundesbank. <https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/723452/723452?tsId=BBK01.CEFOJ&dateSelect=2022>, Abruf am 02.12.2022. Anzahl private Haushalte (2021; 40,7 Mio.): Destatis. <https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Bevoelkerung/Haushalte-Familien/Tabellen/I-1-privathaushalte-haushaltsmitglieder.html>, Abruf am 02.12.2022.
- 45** Vgl. Deutsche Rentenversicherung (2022): Rentenatlas 2022. [https://www.deutsche-rentenversicherung.de/SharedDocs/Downloads/DE/Statistiken-und-Berichte/Rentenatlas/2022/rentenatlas\\_2022\\_download.html](https://www.deutsche-rentenversicherung.de/SharedDocs/Downloads/DE/Statistiken-und-Berichte/Rentenatlas/2022/rentenatlas_2022_download.html), Abruf am 17.11.2022.
- 46** Destatis. [https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Volkswirtschaftliche-Gesamtrechnungen-Inlandsprodukt/Publikationen/Downloads-Inlandsprodukt/inlandsprodukt-lange-reihen-pdf-2180150.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Volkswirtschaftliche-Gesamtrechnungen-Inlandsprodukt/Publikationen/Downloads-Inlandsprodukt/inlandsprodukt-lange-reihen-pdf-2180150.pdf?__blob=publicationFile), Abruf am 17.11.2022.
- 47** Unicorns (Einhörner) sind Start-ups mit einer Marktbewertung von über einer Milliarde US-Dollar vor dem Börsengang oder einem Exit (also einem

geplanten Ausstieg von Kapitalgebern aus einer Beteiligungsanlage).

**48** Wie aus den unterschiedlichen, miteinander verknüpften Ursachen regelrechte Teufelskreise entstehen, haben wir in der Vorgängerstudie „Treibstoff Venture Capital“ beleuchtet. BVK, IE.F, Roland Berger (2018): Treibstoff Venture Capital – Wie wir Innovation und Wachstum befeuern, S. 8. [https://www.ie.foundation/content/4-publications/vcstudy\\_ief\\_bvk\\_rb\\_online.pdf](https://www.ie.foundation/content/4-publications/vcstudy_ief_bvk_rb_online.pdf), Abruf am 18.11.2022.

**49** i5invest, i5 growth, WU Entrepreneurship Center (2022). The 2022 European Capital Report. <https://www.europecapitalmap.com/wp-content/uploads/2022/05/2022-EUROPEAN-CAPITAL-REPORT-2.1.pdf>, Abruf am 22.12.2022.

**50** Ebenda.

**51** Der im Jahr 2021 aufgelegte Beteiligungsfonds für Zukunftstechnologien (Zukunftsfonds) soll besonders Start-ups in der kapitalintensiven Wachstumsphase unterstützen. Dafür stehen 10 Mrd. Euro Mittel für einen Investitionszeitraum bis Ende 2030 zur Verfügung. Der Zukunftsfonds besteht aus mehreren Modulen (z.B. DeepTech & Climate Fonds, Programm Venture Tech Growth Financing, Wachstumsfonds usw.), die fortlaufend ergänzt und angepasst werden. Erklärtes Ziel ist es, zusammen mit privaten und öffentlichen Investoren über die verschiedenen Module bis Ende 2030 zusätzliche Mittel in Höhe von insgesamt 30 Mrd. Euro für Start-ups in Deutschland zu mobilisieren.

**52** VentureCapital Magazin (2023): Eine Milliarde für Zukunftstechnologien im Deep-Tech-Bereich. 02.02.2023. <https://www.vc-magazin.de/blog/2023/02/02/eine-milliarde-fuer-zukunftstechnologien-im-deep-tech-bereich/>, Abruf am 06.02.2023.

**53** Lakestar (2022): Endowment model: Strategy that revolutionized institutional investment.

**54** West River Group (2021): The Power of Diversity. Why Homogeneous Teams in Venture Capital Are Bad for Business.

**55** KfW Research (2022): Female Entrepreneurship - Mobilisierung von Gründerinnen ist wirtschaftliche Chance und gesellschaftliche Aufgabe. <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Studien-und-Materialien/Female-Entrepreneurship.pdf>, Abruf am 11.01.2023. <https://www.wrg.vc/diversity>, Abruf am 19.12.2022.

**56** KfW Research; De Bruin und Munoz (2022), European Women in VC, IDC eBook. [https://startupverband.de/fileadmin/startupverband/forschung/studien/ffm/Female\\_Founders\\_Monitor\\_2022.pdf](https://startupverband.de/fileadmin/startupverband/forschung/studien/ffm/Female_Founders_Monitor_2022.pdf), Abruf am 21.12.2022.

**57** Deutsche Börse (2022): Forge expandiert globale Private Market-Plattform mit strategischem Partner Deutsche Börse nach Europa. Pressemitteilung, 08.09.2022. <https://deutsche-boerse.com/dbg-de/media/pressemitteilungen/Forge-expandiert-globale-Private-Market-Plattform-mit-strategischem-Partner-Deutsche-B-rse-nach-Europa-3228532>, Abruf am 06.02.2023.

**58** VentureCapital Magazin (2023): Eine Milliarde für Zukunftstechnologien im Deep-Tech-Bereich. 02.02.2023. <https://www.vc-magazin.de/blog/2023/02/02/eine-milliarde-fuer-zukunftstechnologien-im-deep-tech-bereich>, Abruf am 06.02.2023.

**59** Danskvaekstkaptal (ohne Jahr): About Dansk Vaekstkaptal III, Commercial Investments – Focus on Responsibility. <https://www.danskvaekstkaptal.dk/dvk3/en/om-dansk-vaekstkaptal/>, Abruf am 06.02.2023.

**60** Vgl. zur Besteuerung von Investmentfonds in den drei EU-Ländern mit den meisten Investmentfonds: Wissenschaftliche Dienste des Deutschen Bundestags: Arten und Besteuerung von Investmentfonds in

# Fußnoten

Luxemburg, Frankreich und Irland. 06.07.2022.

<https://www.bundestag.de/resource/blob/905698/ba7522145eaa834ae28a0482dbe7ec75/WD-4-058-22-pdf-data.pdf>, Abruf am 04.12.2022.

**61** Maßnahmen zur Modernisierung des Kapitalmarkts und zur Erleichterung des Kapitalmarktzugangs für Unternehmen, insbesondere Start-ups, Wachstumsunternehmen und KMU. 29.06.2022. <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2022/06/2022-06-29-massnahmen-modernisierung-kapitalmarkt.html>, Abruf am 01.02.2023.

**62** Gründer.de: Mitarbeiterkapitalbeteiligung: Lindner will Startup-Förderung durchsetzen. 04.01.2023. <https://www.gruender.de/startups/mitarbeiterkapitalbeteiligung/>, Abruf am 05.01.2023.

**63** Berliner Morgenpost: Wie das Auswärtige Amt Visaverfahren beschleunigen will. 14.01.2023. <https://www.morgenpost.de/politik/article237368663/auswaertiges-amt-via-vergabe-fachkraefte.html>, Abruf am 17.01.2023.

**64** Neuerer, Dietmar und Specht, Frank: Gesetzentwurf vorgelegt: Bundesregierung hofft auf 50.000 zusätzliche Arbeitskräfte pro Jahr. Handelsblatt, 06.01.2023. <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/einwanderungsreform-gesetzentwurf-vorgelegt-bundesregierung-hofft-auf-50-000-zusaetzliche-arbeitskraefte-aus-dem-ausland-pro-jahr/28909148.html>, Abruf am 09.01.2023.

**65** Bereits 2016 thematisierte DB Research das Thema in einer Analyse. Kaya, Orçun (2016): Start-ups and their financing in Europe - Out of the woods with Capital Markets Union. DB Research, 29.09.2016. Auf dem Weltwirtschaftsforum 2023 in Davos hat EU-Handelskommissar Valdis Dombrovskis die Bedeutung einer Kapitalmarktunion für die europäische Start-up-Finanzierung betont. Vgl. Koch, Moritz et al:

Weltwirtschaftsforum – Spitzenmanager widersprechen Scholz. Handelsblatt Online, 19.01.2023.

**66** Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz: Die Start-up-Strategie der Bundesregierung, S. 16-17, Juli 2022. <https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Publikationen/Existenzgruendung/start-up-strategie-der-bundesregierung.html>, Abruf am 04.12.2022.

**67** Ebenda, S. 9.

**68** Hannah Krolle: Forschungsinstitute hemmen Start-ups bei der Ausgründung – „Wir verspielen in Deutschland unsere Zukunftschancen“, Handelsblatt, 15.09.2021.

**69** Bundesverband Deutsche Startups, PwC (2022): Deutscher Startup Monitor 2022. [https://startupverband.de/fileadmin/startupverband/mediaarchiv/research/dsm/DSM\\_2022.pdf](https://startupverband.de/fileadmin/startupverband/mediaarchiv/research/dsm/DSM_2022.pdf), Abruf am 17.11.2022.

**70** <https://www.komm-mach-mint.de/>, Abruf am 04.12.2022.

**71** Christina Anger, Julia Betz, Enno Kohlisch, Axel Plünnecke (IW Köln): MINT-Herbstreport 2022. <https://www.iwkoeln.de/studien/christina-anger-julia-betz-enno-kohlisch-axel-pluennecke-mint-sichert-zukunft.html>, Abruf am 04.12.2022.

**72** Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz: Die Start-up-Strategie der Bundesregierung, Juli 2022. <https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Publikationen/Existenzgruendung/start-up-strategie-der-bundesregierung.html>, Abruf am 04.12.2022.

# Impressum

## Herausgeber

### **Bundesverband Beteiligungskapital e.V. (BVK)**

Residenz am Deutschen Theater  
Reinhardtstraße 29b  
10117 Berlin  
www.bvkap.de

### **Ulrike Hinrichs**

Geschäftsführendes Vorstandsmitglied

### **Internet Economy Foundation (IE.F)**

Uhlandstraße 175  
10719 Berlin  
www.ie.foundation

### **Dr. Friedbert Pflüger**

Vorsitzender

### **Lakestar Advisors GmbH**

Bahnhofstrasse 18  
Zürich 8001  
Schweiz  
lakestar.com

### **Dr. Klaus Hommels**

Founder & Chairman

### **Schalast & Partner Rechtsanwälte mbB**

Mendelssohnstraße 75-77  
60325 Frankfurt am Main  
www.schalast.com

### **Prof. Dr. Christoph Schalast**

Geschäftsführer

## Autoren

### **BVK**

#### **Attila Dahmann**

dahmann@bvkap.de

#### **Amid Jabbour**

jabbour@bvkap.de

### **IE.F**

#### **Clark Parsons**

c.parsons@ie.foundation

#### **Roxaneh Tehran**

r.tehran@ie.foundation

### **Schalast**

#### **Dr. Marc-André Rousseau**

Marc-Andre.Rousseau@schalast.com

#### **Dr. Matthias Geurts**

Matthias.Geurts@schalast.co

#### **Roland Berger**

#### **Dr. Christian Krysz**

christian.krysz@rolandberger.com

#### **Christian Gschwendtner**

christian.gschwendtner@rolandberger.com

#### **Steffen Geering**

steffen.geering@rolandberger.com

## Kontakt

### **BVK**

#### **Attila Dahmann**

Leiter Marktinformation und Forschung  
dahmann@bvkap.de  
+49 30 30 69 82 15

#### **Amid Jabbour**

Leiter Politische Beziehungen  
jabbour@bvkap.de  
+49 30 30 69 82 27

### **IE.F**

#### **Clark Parsons**

Geschäftsführer  
c.parsons@ie.foundation  
+49 30 8877 429 400

### **Schalast**

#### **Dr. Marc-André Rousseau**

Partner  
Marc-Andre.Rousseau@schalast.com  
+49 30 32 53 80 68

#### **Dr. Matthias Geurts**

Partner  
Matthias.Geurts@schalast.com  
+49 69 97 58 31 0

---

## Haftungsausschluss

Diese Studie dient ausschließlich der generellen Orientierung. Der Leser sollte Aktivitäten nicht ausschließlich auf Basis der Inhalte dieser Studie anstoßen, insbesondere nicht ohne vorherige professionelle und individuelle Beratung. Die Herausgeber und Autoren sind nicht haftbar für Schäden, die aus Handlungen auf Basis dieser Studie entstehen.

