



Start-ups und Venture Capital in Deutschland

Bringt der Zukunftsfonds neue Schubkraft für die Gründerkultur?

Klaus-Heiner Röhl

Köln, 02.12.2021

IW-Policy Paper 28/2021

Aktuelle politische Debattenbeiträge



Herausgeber

Institut der deutschen Wirtschaft Köln e. V.

Postfach 10 19 42

50459 Köln

Das Institut der deutschen Wirtschaft (IW) ist ein privates Wirtschaftsforschungsinstitut, das sich für eine freiheitliche Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung einsetzt. Unsere Aufgabe ist es, das Verständnis wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Zusammenhänge zu verbessern.

Das IW in den sozialen Medien

Twitter

@iw_koeln

LinkedIn

@Institut der deutschen Wirtschaft

Facebook

@IWKoeln

Instagram

@IW_Koeln

Autor

Dr. Klaus-Heiner Röhl

Senior Economist (IW)

roehl@iwkoeln.de

030 – 27877-103

Alle Studien finden Sie unter

www.iwkoeln.de

Stand:

Dezember 2021

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	5
2	Gründungen und Start-ups in Deutschland.....	6
2.1	Die Gründungen in Deutschland sind rückläufig	6
2.2	Die Entwicklung der deutschen Start-up-Szene	7
3	Start-ups und Venture Capital im internationalen Vergleich	8
3.1	Internationale Untersuchungen zu Start-ups.....	8
3.2	Venture-Capital-Investitionen in den entwickelten Ländern	10
3.3	Unicorns – Start-ups mit Milliardenbewertung.....	12
4	Der Zukunftsfonds – ein Gamechanger?.....	13
4.1	Finanzierungsinstrumente für Start-ups	13
4.2	Die bisherige Förderstruktur für Start-ups in Deutschland	14
4.3	Der Zukunftsfonds und seine Einzelinstrumente	16
4.4	Bewertung und Kritik.....	20
5	Fazit	21
6	Abstract.....	23
	Literaturverzeichnis	24
	Abbildungsverzeichnis.....	29
	Tabellenverzeichnis.....	29

JEL-Klassifikation

L26 – Unternehmensentwicklung: Unternehmertum

M13 – Unternehmensgründungen

G38 – Unternehmensfinanzierung: Regierungspolitik und Regulierung

Zusammenfassung

Dieses Policy Paper zeigt die Entwicklung von Gründungen und Start-ups in Deutschland auf und stellt nach einem Blick auf die internationalen Venture-Capital-Märkte den Zukunftsfonds vor, mit dem die Bundesregierung die Start-up-Finanzierung auf eine neue Grundlage stellen möchte. Während die Anzahl der Gründungen in Deutschland seit Jahren rückläufig ist, hat sich in den Metropolregionen mit Berlin an der Spitze eine wachsende Start-up-Szene aus innovativen Gründungen und jungen Unternehmen etabliert. Doch die Finanzierung von Start-ups stellt trotz diverser Programme zur Förderung von Wagniskapital noch immer eine Hürde dar; in den USA oder dem Vereinigten Königreich lassen sich Investitionen in Start-ups leichter realisieren als in Deutschland. Ein besonders Problem hierzulande ist die Finanzierung größerer Wachstumschritte in den Jahren nach der Gründungsphase, da Start-ups in dieser „Later-Stage“-Phase oft einen höheren Kapitalbedarf aufweisen. Die Förderprogramme und inländischen Venture-Capital-Fonds sind jedoch meist auf die Vorgründungs- und unmittelbare Gründungsphase zugeschnitten. Die Politik hat dieses Problem erkannt und adressiert es mit einem „Zukunftsfonds“, der innerhalb von zehn Jahren 10 Milliarden Euro öffentliche Mittel über diverse Einzelfonds bereitstellt. Durch die Mobilisierung und Einbeziehung privaten Kapitals soll das verfügbare Gesamtvolumen auf 30 Milliarden Euro angehoben werden; diese Mittel sollen durch die Konstruktion der Einzelfonds gerade auch größere Later-Stage-Finanzierungen ermöglichen. Ein weiteres Ziel ist die Langfristfinanzierung kapitalintensiver Hochtechnologie-Vorhaben, für die es bislang keine geeignete Fördermöglichkeit gab. Das Policy Paper schließt mit einer überwiegend positiven Bewertung des neuen Förderprogramms, das die neue Bundesregierung aus SPD, Grünen und FDP nach bisherigen Aussagen fortführen möchte, und weiterführenden Vorschlägen zur Stärkung des Gründungsstandorts, die steuerliche und regulatorische Fragen betreffen.

1 Einleitung

Unternehmensgründungen besitzen eine wichtige Funktion in einer funktionierenden Marktwirtschaft: Sie bringen neue Ideen und Produkte in den Markt und sorgen für Wettbewerb, indem sie die Marktposition der etablierten Unternehmen angreifen. Mehr noch gilt dies für innovative und wachstumsorientierte Gründungen, die so genannten Start-ups. Start-ups sind jedoch in besonderem Maße auf ein positives Gründungsumfeld angewiesen, das neben Voraussetzungen im Bildungs- und Technologiebereich Netzwerkeffekte in Clustern oder innovativen Milieus (Camagni, 1995; Crevoisier, 2004; Röhl, 2019) und die Entwicklung spezieller Finanzierungsinstrumente umfasst (Cotei/Farhat, 2017; Harroch/Sullivan, 2019; Röhl, 2014). Die Finanzierung von innovativen Unternehmensgründungen stellt eine besondere Herausforderung dar, da ein oft hoher Kapitalbedarf und eine längere Phase bis zur Gewinnerzielung mit erhöhten Ausfallrisiken im Fall des Misserfolgs einhergehen. Die resultierende Kosten-Risikostruktur spricht für eine Eigenkapitalfinanzierung. Aufgrund des Ausfallrisikos wird dieses im Start-up-Bereich als Wagniskapital (englisch Venture Capital, VC) bezeichnet. Während in den zurückliegenden Jahren seitens der Politik diverse Anstrengungen unternommen wurden, die Finanzierungsoptionen für die Früh- oder „Seed“-Phase neuer Unternehmen zu verbessern, stellen die späteren Finanzierungsphasen junger Wachstumsunternehmen mit hohem Kapitalbedarf noch immer eine große Herausforderung dar. Hier soll der „Zukunftsfonds“ ansetzen, über den die Bundesregierung innerhalb von zehn Jahren 10 Milliarden Euro öffentliche Mittel für Wagniskapitalfinanzierungen bereitstellen möchte.

Wie die Gesamtwirtschaft war auch die Start-up-Landschaft ab Frühjahr 2020 pandemiebedingt durch große Unsicherheit geprägt. Um die Finanzsituation der innovativen Gründungen zu stabilisieren, stellte die Bundesregierung im Rahmen ihrer Corona-Hilfen – neben umfangreichen Kreditprogrammen der Förderbank KfW – 2 Milliarden Euro zusätzlich für VC-Investitionen bereit (BMWi/BMF, 2020a, 2020b). Seit dem Jahreswechsel 2020/21 werden zudem schrittweise die Finanzierungsinstrumente des neuen Zukunftsfonds aufgebaut, der in acht bis zehn Segmenten bis 2030 insgesamt 10 Milliarden Euro öffentliche Mittel für die Finanzierung von Start-ups und jungen Wachstumsunternehmen umfassen und weitere 20 Milliarden Euro privates Kapital mobilisieren soll (vgl. Kapitel 4). Die Befürchtungen eines längeren Corona-bedingten Einbruchs auf dem Wagniskapitalmarkt über den ersten „Corona-Schock“ im Jahr 2020 hinaus¹ haben sich jedoch nicht bewahrheitet. Im ersten Halbjahr 2021 haben sich die Beteiligungen sehr positiv entwickelt, wie das German Venture Capital Barometer verdeutlicht (KfW Research, 2021).²

In diesem Policy Paper wird nachfolgend zunächst auf die Entwicklung der Gründungen und der Start-up-Szene in Deutschland eingegangen, bevor die internationale Situation von Start-ups und VC in den entwickelten Volkswirtschaften betrachtet wird. Daran anschließend wird der Zukunftsfonds mit seinen zehn Elementen näher vorgestellt und seine Bedeutung für den deutschen VC-Markt bewertet. Das Policy Paper schließt mit einem Fazit und ergänzenden Empfehlungen zur Stärkung der Wagniskapitalfinanzierung in Deutschland.

¹ In der Befragung des Deutschen Startup Monitors 2020 gaben drei Viertel der Unternehmen an, durch die Corona-Pandemie in ihrer Wirtschaftsaktivität beeinträchtigt zu sein (Kollmann et al., 2020).

² Unterstrichen wird die positive Entwicklung durch zwei Finanzierungen im Milliarden-US-Dollar-Bereich, dem Marktsegment der „Einhörner“ (Unicorns) (KfW Research, 2021; vgl. Kapitel 3.3).

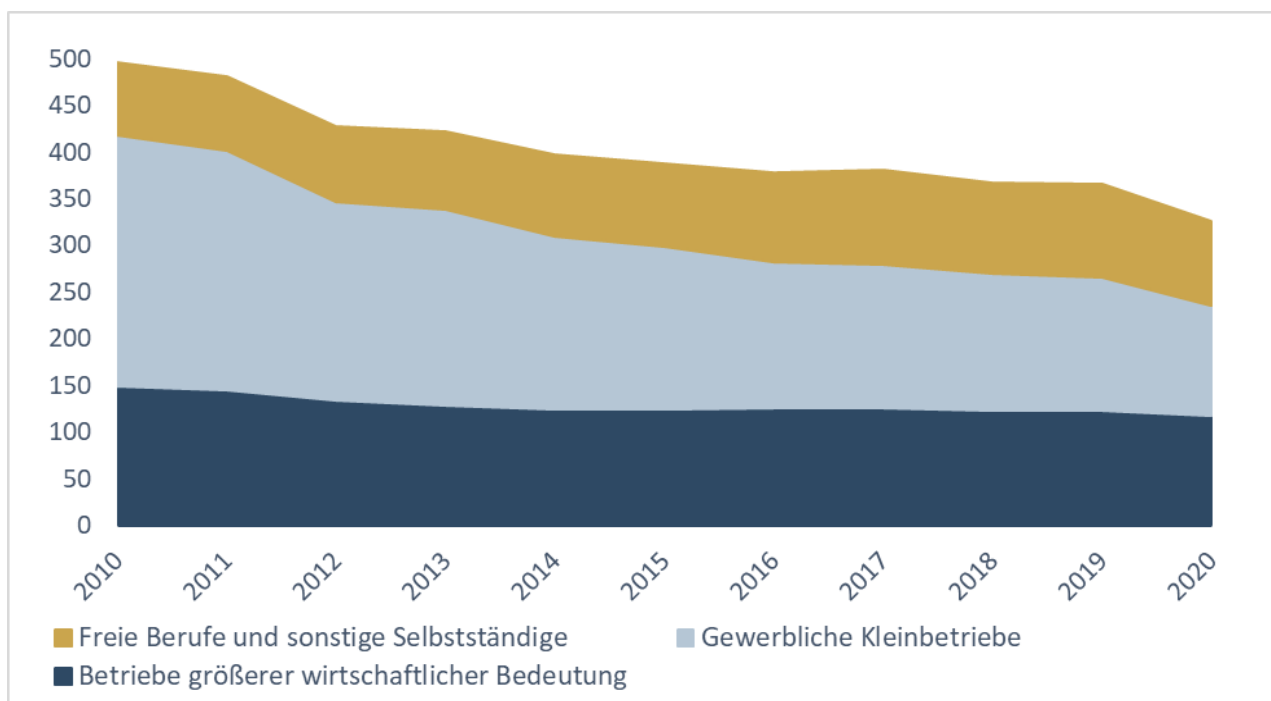
2 Gründungen und Start-ups in Deutschland

2.1 Die Gründungen in Deutschland sind rückläufig

Die Anzahl der Unternehmensgründungen in Deutschland ist bereits seit 15 Jahren rückläufig, nachdem zuvor infolge der Agenda-2010-Reformen mit Einführung der „Ich AG“ ein Hoch markiert wurde (Caliendo/Kritikos, 2010; Röhl, 2016). Die gewerblichen Gründungen sind von einem Maximum von 573.000 im Jahr 2004 auf nur noch 235.000 im vergangenen Jahr abgesunken (IfM Bonn, 2021³). Auch die Gesamtzahl der Gründungen ist gesunken, von etwa 500.000 im Jahr 2010 auf zuletzt 330.000 (vgl. Abbildung 2-1). Auch die Gründungsquote – die Anzahl der Neugründungen bezogen auf den Unternehmensbestand – ist rückläufig, ebenso die Anzahl und die Quote der Insolvenzen (Röhl/Vogt, 2020). Damit besteht die Gefahr, dass der Unternehmensbestand „überaltert“ und die strukturelle Flexibilität der Wirtschaft sinkt, wenn neue Unternehmer mit bahnbrechenden Ideen im Schumpeterschen Sinne fehlen (Fritsch, 2019, 6f.).

Abbildung 2-1: Entwicklung der Unternehmensgründungen in Deutschland

Gewerbliche und freiberufliche Gründungen, ohne Nebenerwerb



Freie Berufe und sonstige Selbstständige 2010, 2011: IW-Schätzung

Quelle: Informationen zum Bild

Es gibt allerdings zwei Entwicklungen, die die negative Einschätzung des Gründungsgeschehens zum Teil relativieren: Zum einen war die Gründungszahl von 2014 bis 2019 unter Einschluss der wachsenden Freien Berufe nur leicht rückläufig. Erst die Corona-Krise 2020 führte zu einem kräftigen Einbruch. Zum anderen war die Anzahl der vom Statistischen Bundesamt erfassten Gründungen mit (voraussichtlich) größerer wirtschaftlicher Bedeutung (Destatis, 2021) in diesen Zeitraum ebenfalls nur leicht rückläufig, während vor allem die Klein- und Kleinstgründungen stark abnahmen. Unter diesen befinden sich besonders viele „Gründer aus

³ In der aktuell verfügbaren Version der Publikation beginnt die Zeitreihe der Gründungen erst 2010, frühere Jahreswerte sind in älteren Versionen vorhanden, die dem Autor vorliegen.

Not“, die aus Mangel an Alternativen auf dem Arbeitsmarkt gründen (Sternberg et al., 2018), während unter den größeren Gründungen mehr chancenorientierte Gründer mit einer tragfähigen Geschäftsidee zu finden sind. Der Arbeitsmarktboom mit einem Rückgang der Arbeitslosigkeit von bis zu 5 Millionen im Jahr 2004 auf wenig mehr als 2 Millionen vor Ausbruch der Corona-Pandemie dürfte maßgeblich zum kräftigen Rückgang der Not-Gründungen beigetragen haben.

2.2 Die Entwicklung der deutschen Start-up-Szene

Während die Neugründungen insgesamt seit Jahren rückläufig sind, stellt sich die Lage bei den innovativen Gründungen mit Wachstumspotenzial positiver dar. Der Analyse des startupdetector (2020) zufolge wurden 2020 in Deutschland 2.857 Unternehmen gegründet, die als Start-ups eingestuft werden können.⁴ Der Vorjahreswert wurde damit um 2,9 Prozent überschritten. In den zurückliegenden circa 15 Jahren hat sich in Deutschland eine bedeutende Start-up-Szene entwickelt, die neben der Hauptstadtregion Berlin und der süddeutschen Innovationsmetropole München weitere Ballungszentren wie Hamburg, Stuttgart, Frankfurt und das Rheinland sowie zunehmend auch das Ruhrgebiet umfasst (Kollmann et al., 2020; Röhl/Engels, 2021).⁵

Mit dem Begriff Start-up werden junge Unternehmen bezeichnet, die innerhalb der vergangenen zehn Jahre gegründet wurden und eine innovative Technologie zur Anwendung bringen oder ein neues Geschäftsmodell aufweisen. Sie besitzen darüber hinaus ein hohes Umsatzwachstum und/oder eine stark steigende Mitarbeiterzahl beziehungsweise streben im Rahmen ihrer Unternehmensstrategie ein hohes Wachstum an (Kollmann et al., 2017, 16; Engels/Röhl, 2019, 7). Statistisch gibt es jedoch keine klare Trennung zwischen Start-ups und sonstigen Gründungen, so dass ihre Erfassung nicht einfach ist und vorwiegend auf Selbsteinschätzungen der jungen Unternehmen beruht. Die VC-Investitionen zur Finanzierung von Start-ups werden üblicherweise in drei Phasen (Stages) unterteilt: Seed Stage (Vor- und frühe Frühphase), Early Stage (Frühphase oder Start-up-Phase) und Later Stage (Wachstums- und Spätphase) (OECD, 2021; Volkmann, 2019).⁶ Da die Unterscheidung der Vor- und Frühphase im deutschen Sprachgebrauch nicht vollständig mit der Unterscheidung zwischen Seed und Early Stage kompatibel ist, wird nachfolgend die englische Bezeichnung der Finanzierungsphasen verwendet.

Die aktuelle Befragung des Startup-Monitors (Kollmann et al., 2020) zeigt eine weitere Reifung der deutschen Start-up-Szene; die 1.946 teilnehmenden Start-ups wiesen im Durchschnitt 14,3 Beschäftigte auf und waren damit im Vergleich zum Vorjahr trotz der Corona-Krise um durchschnittlich einen Mitarbeiter gewachsen. In Start-ups sind Gründungsteams häufig, 4.745 beteiligte Gründende bedeuteten im Schnitt 2,4 Mitglieder in der Führungsriege der Unternehmen; der Gründerinnenanteil ist leicht auf 15,9 Prozent gestiegen (Kollmann et al., 2020, 13).

⁴ Der startupdetector wertet die Handelsregisterneueinträge nach Branche und weiteren Kriterien aus, die auf Innovationsorientierung und Wachstumspotenzial (als wichtige Start-up-Kriterien) schließen lassen.

⁵ Die Konzentration innovativer Gründungen auf Metropolen ist ein internationales Phänomen; Barreneche García (2014) zeigt in einer Analyse mit Daten aus 184 europäischen Städten, dass die Stadtgröße, die Selbstständigenquote und der Bevölkerungsanteil mit tertiärem Bildungsabschluss entscheidende Einflussfaktoren für das Gründungsgeschehen sind.

⁶ Teilweise wird die Vorphase auch als Pre-Seed bezeichnet (BMW, o. J.) und zwischen der Früh- und Spätphase wird noch eine eigenständige Wachstumsphase (Growth Stage) definiert (Volkmann, 2019), oder zwischen Seed und Early Stage eine zusätzliche Start-up-Capital-Phase (Goldstein, 2021).

Die räumliche Verteilung der Start-ups im Startup-Monitor kann aufgrund der hohen Teilnehmerzahl als repräsentativ für die gesamte Start-up-Landschaft angesehen werden. Mit 17,7 Prozent der antwortenden Start-ups konnte Berlin seine Führungsposition 2020 im Vergleich zum Vorjahr noch etwas ausbauen, die gemeinsame Metropolregion Rhein-Ruhr wies 12,8 Prozent der Start-ups auf – etwas weniger als im Vorjahr – und München folgte mit 6,5 Prozent vor Hamburg mit 5,8 Prozent (Kollmann et al., 2020, 22). Betrachtet man die Neugründungen im startupdetector (2020, 9), so führte Berlin mit 23,8 Prozent der deutschlandweiten Start-up-Gründungen vor München (12,3 Prozent), Hamburg (7,7 Prozent) und Stuttgart (4,9 Prozent). Köln und Düsseldorf kamen gemeinsam auf 7,1 Prozent, die Metropolregion Rhein-Ruhr ist nicht ausgewiesen.

Die seit mehreren Jahren zu beobachtende Tendenz einer breiteren Verteilung von Start-ups auf Zentren jenseits der Hauptstadtregion hat sich damit 2020 nicht fortgesetzt. Dass die bevölkerungsstarken Flächenländer Nordrhein-Westfalen, Bayern, Baden-Württemberg und Niedersachsen gemeinsam über 51 Prozent der vom Monitor erfassten Start-ups auf sich vereinen, zeigt aber, dass junge innovative Wachstumsunternehmen keineswegs ausschließlich in den Stadtstaaten und großen Metropolen gegründet werden. Bestätigt wird dies durch die räumliche Verteilung der 2020er Neugründungen im startupdetector (2020, 6): Berlin liegt hier zwar mit 681 Start-ups an der Spitze aller Bundesländer und Hamburg rangiert auf Platz 5 vor Hessen und Niedersachsen, doch mit 51 Prozent der neuen Start-ups entfiel ein exakt ebenso großer Anteil auf die vier größten Flächenländer wie im Startup-Monitor.

3 Start-ups und Venture Capital im internationalen Vergleich

3.1 Internationale Untersuchungen zu Start-ups

Im globalen Ranking der Start-up-Ökosysteme erreicht in Europa nur London eine Top-Position; im Ranking von „Startup Genome“ für 2020, das nicht auf der Anzahl, sondern auf dem Wert der VC-Investitionen und Exits von 2017 bis Mitte 2019 beruht, lag die britische Hauptstadt auf Rang 3 hinter dem führenden Silicon Valley und New York, vor Beijing und Boston auf den Plätzen 4 und 5. Stockholm erreichte Platz 10 und Amsterdam befand sich auf Rang 12, gefolgt von Paris. Das führende deutsche Start-up-Zentrum Berlin kam 2020 aufgrund der höheren Bewertung der Start-ups und Exits in den Konkurrenzstädten nur auf Rang 16, was eine Verschlechterung um 6 Rangplätze gegenüber 2019 bedeutete (Startup Genome/GEN, 2020, 16).⁷

Durch die Corona-Pandemie sahen sich Start-ups in der Seed-Phase in Europa vor besondere Herausforderungen bei der Finanzierung gestellt, während die gesamten VC-Investitionen 2020 in den meisten Ländern auf neue Rekordniveaus stiegen. Europaweit stieg das VC-Volumen phasenübergreifend trotz des Wirtschaftseinbruchs auf 49 Milliarden US-Dollar an, doch dies war einem Anstieg volumenstarker Later-Stage-Finanzierungen geschuldet (KPMG, 2021, 52).⁸ Ein Grund für die schwierige Situation der Seed-Finanzierung im vergangenen Jahr könnte auch die Schwierigkeit gewesen sein, persönliche Treffen und nicht-virtuelle

⁷ München befand sich mit der Ostschweiz (Bern-Genf) und drei US-Städten auf den nicht einzeln ausgewiesenen Rängen 31 bis 35.

⁸ Während in Deutschland große Later-Stage-Finanzierungen relativ selten sind – was einer der Gründe für die Auflage des Zukunftsfonds war –, finden in anderen europäischen Ländern mit dem Vereinigten Königreich an der Spitze mehr erfolgreiche Later-Stage-Finanzierungen statt.

Pitches durchzuführen. Das führende Start-up-Zentrum in Europa ist –wie in der zuvor genannten Studie – das Vereinigte Königreich; Deutschland und Frankreich folgen mit erheblichem Abstand (KPMG, 2021, 52 ff.). Auch im global führenden Start-up-Land USA war der Anstieg des gesamten VC-Finanzierungsvolumens auf 156,2 Milliarden US-Dollar 2020 auf Later-Stage-Finanzierungen zurückzuführen, doch sorgten circa 4.600 Finanzierungstransaktionen („Deals“) im Seed-Bereich weiterhin für eine klare US-Dominanz (KPMG, 2021, 23, 29). Mit knapp 2.000 Deals im Seed-Bereich erreichte Europa 2020 in etwa 40 Prozent des US-Wertes bei einem Gesamtvolumen des VC-Marktes von 49 Milliarden US-Dollar. Die Erstrundenfinanzierungen lagen 2020 – möglicherweise auch Corona-bedingt – mit 1.546 auf dem niedrigsten Stand der vergangenen sieben Jahre (KPMG, 2021, 52 ff.).

Tabelle 3-1: Primäre Finanzierungen von Start-ups in Europa, USA und Asien

Anzahl der durchgeführten Erstrunden-Finanzierungen und Finanzierungsvolumen im Seed-Segment, 2020

	Welt	USA	Europa	Asien
Anzahl der Finanzierungen	6.580	2.883	1.546	1.200
Gesamtvolumen in Mio. US-Dollar	24.900	12.000	3.500	1.350
Durchschnittliche Finanzierung in Mio. US-Dollar	3,78	4,16	2,26	1,13

Asien: Schätzung einschließlich Ozeanien; Europa: Einschließlich Israel; Daten zum Teil vorläufig

Quelle: KPMG, 2021, Eigene Berechnungen

Tabelle 3-1 gibt einen Überblick über die Erstrundenfinanzierungen nach Anzahl und Volumen für Europa, die USA und Asien.⁹ Mit 2.883 erfassten Erst-Investments in Start-ups entfielen 44 Prozent des globalen Finanzierungsgeschehens im Seed-Bereich auf die USA, die Erst-Investments in Europa entsprachen hingegen nur gut 23 Prozent Weltanteil. Asien liegt trotz eines kräftigen Aufholprozesses in den vergangenen 20 Jahren mit geschätzt 1.200 Finanzierungen (18 Prozent) und einem durchschnittlichen Volumen von etwa 1,1 Millionen US-Dollar noch spürbar hinter Europa, das dominierende Land ist China. Der Größenvorsprung der USA gegenüber Europa und Deutschland beim Volumen der einzelnen Finanzierungsrunden hat sich in den letzten Jahren verringert, besteht vor allem bei den Later-Stage-Finanzierungen aber fort. Während der Median der Seed-Finanzierungen mit 1,3 Millionen US-Dollar in den USA nur wenig höher ist als in Europa mit 1,2 und in Asien mit 1,0 Millionen US-Dollar, wächst der Vorsprung über die späteren Runden zumindest gegenüber Europa an: Im Early-Stage-Segment auf 7 zu 2,2 Millionen US-Dollar in Europa und im Later-Stage-Segment auf 10,0 zu 5,8 Millionen US-Dollar in Europa (KPMG, 2021).¹⁰ Aufgrund häufigerer großer Finanzierungen liegt das arithmetische Mittel im Seed-Bereich noch deutlicher über den europäischen und asiatischen Werten als der Median (vgl. Tabelle 3-1).

⁹ Hier sind nur die Erstrundenfinanzierungen erfasst; da manche Start-ups in der Seed-Phase mehrere Investitionen erhalten, liegt die Gesamtzahl der „Deals“ im Seed-Bereich darüber.

¹⁰ Asien zeigt eine abweichende Finanzierungsstruktur; das Early-Stage-Segment jenseits der Seed-Finanzierung kommt hier auf einen Medianwert von immerhin 5,7 Millionen US-Dollar und im Later-Stage-Bereich werden sogar 14,8 Millionen US-Dollar erreicht (KPMG, 2021).

3.2 Venture-Capital-Investitionen in den entwickelten Ländern

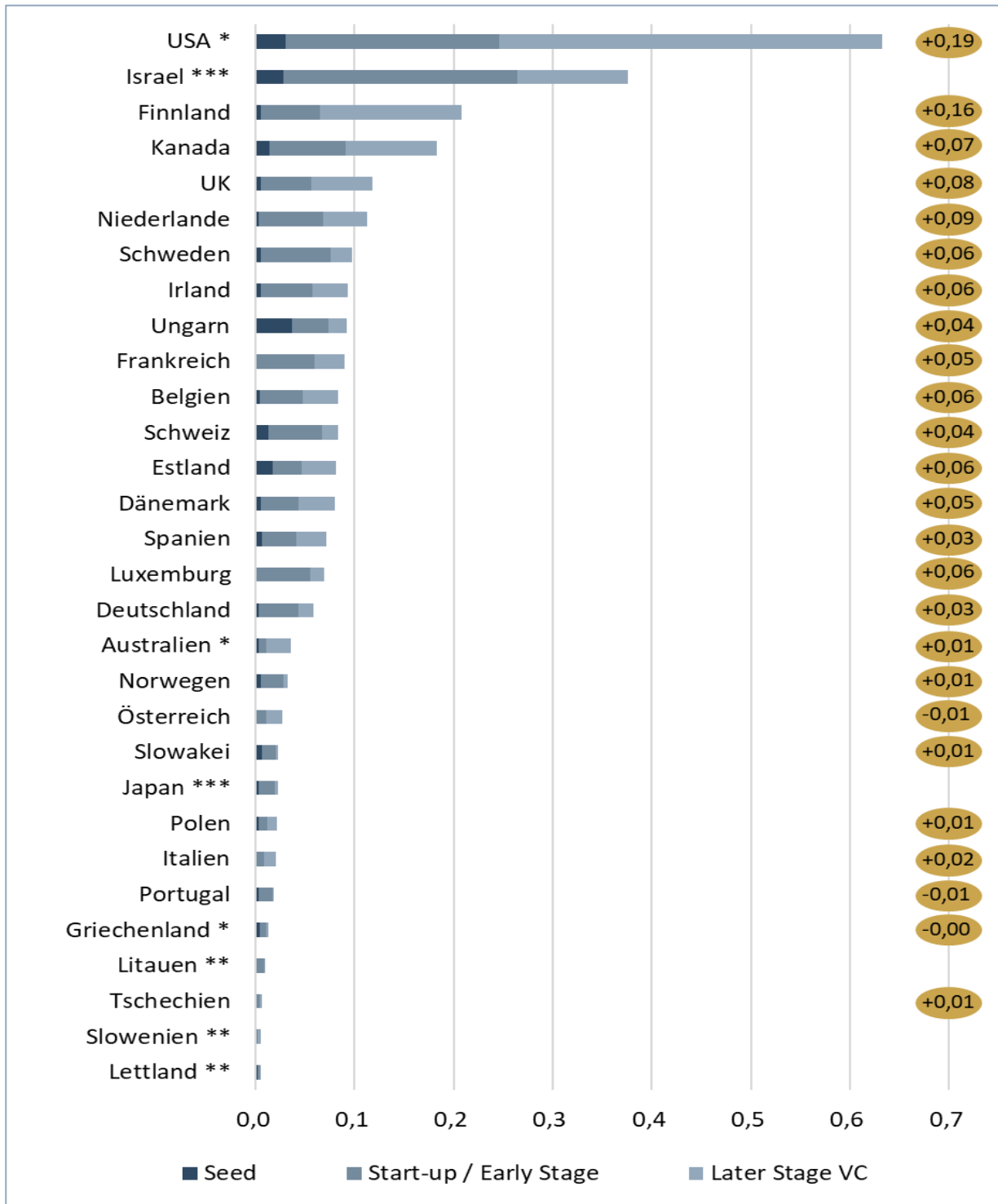
Die Investitionen in Venture Capital geben ein relativ treffsicheres Bild über die Rolle von Start-ups in verschiedenen Ländern, insbesondere die jeweiligen Seed- und Early-Stage-Finanzierungen. Für das weitere Wachstum junger, innovativer Unternehmen ist jedoch auch die Later-Stage-Finanzierung sehr bedeutsam (vgl. Kapitel 4), so dass nachfolgend die gesamten VC-Investitionen betrachtet werden (vgl. Abbildung 3-1).¹¹ VC-Daten bieten sich auch für den internationalen Vergleich der Start-up-Ökosysteme an, da Länderdaten für VC-Investitionen eine höhere Verfügbarkeit als Angaben über Start-up-Gründungen aufweisen: Start-ups sind in den nationalen Statistiken üblicherweise nicht von den sonstigen Gründungen zu unterscheiden (und auch für Gründungen allgemein gibt es keine international einheitliche Definition, was Vergleiche erschwert).

Für die entwickelten Volkswirtschaften – repräsentiert durch die OECD-Länder – zeigt sich, dass die USA und Israel die führenden VC-Standorte sind. Während die USA unter Einschluss der Later-Stage-Investitionen mit gut 0,63 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) an der Spitze liegen, weist Israel für den Seed- und Early-Stage-Bereich mit kombiniert 0,27 Prozent den höchsten Wert auf, die jüngsten Daten für Israel sind allerdings von 2014. Deutschland liegt mit 0,06 Prozent des BIP über alle drei Finanzierungsphasen im Mittelfeld der OECD-Länder, rangiert aber hinter Nachbarstaaten wie Frankreich, Belgien, den Niederlanden, der Schweiz und Dänemark (vgl. Abbildung 3-1). In Europa liegt das Vereinigte Königreich mit insgesamt über die drei Phasen etwa 0,12 Prozent des BIP – dem doppelten des deutschen Wertes – an Spitze, wenn man von Finnland mit einem sehr hohen Later-Stage-Anteil absieht. Mit Ausnahme von Estland und Spanien, die vor Deutschland liegen, schneiden die süd- und osteuropäischen Länder in der Nutzung von VC zur Finanzierung von Gründungen schwach ab.

¹¹ Die Later-Stage-Finanzierung lässt sich nicht immer klar von der generellen Unternehmensfinanzierung über Private Equity trennen, so dass der internationale Vergleich in diesem Segment mit gewissen Unsicherheiten behaftet ist.

Abbildung 3-1: VC-Investitionen im internationalen Vergleich

Seed-, Early-Stage- und Later-Stage-Investitionen in Prozent des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2020; Veränderung zu 2015 in Prozentpunkten



Daten aus früheren Jahren: *2019; **2017; ***2014; Veränderung zum Vergleichsjahr 2015 in Prozentpunkten: nicht für 2014 und 2017; UK: Vereinigtes Königreich; USA: Vereinigte Staaten von Amerika.

Quelle: OECD, 2021, Venture Capital Investments Data

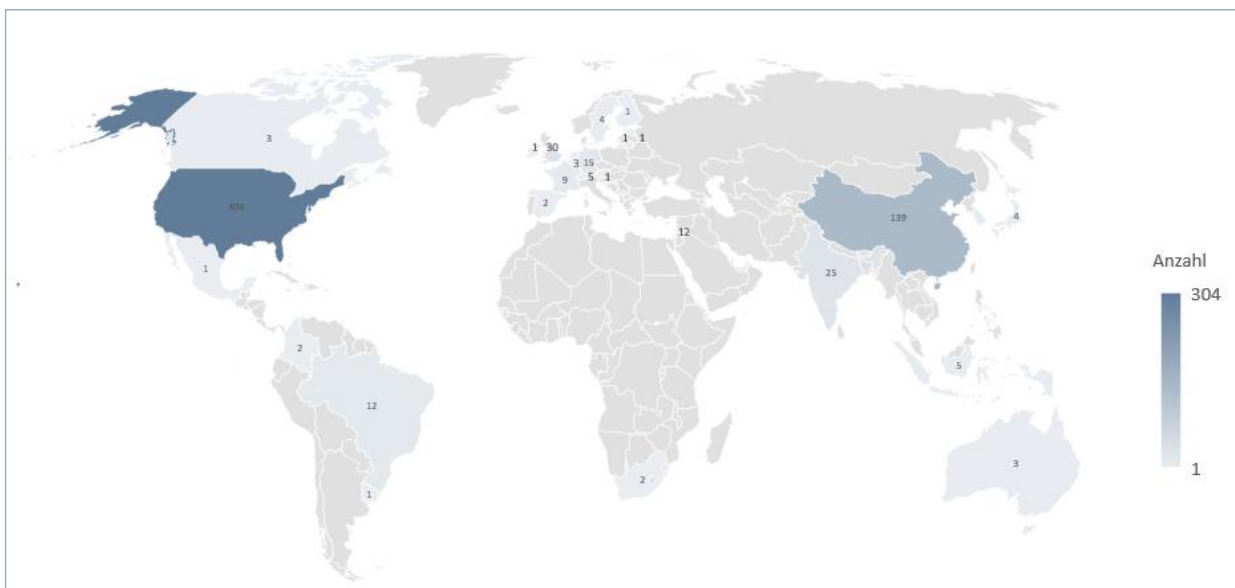
3.3 Unicorns – Start-ups mit Milliardenbewertung

Trotz innovativen Geschäftskonzepten und elaborierten Wachstumsstrategien gelingt es nur wenigen Start-ups, zu großen und hoch bewerteten Unternehmen heranzuwachsen. Manche Start-ups bleiben trotz anfänglich hoher Wachstumsziele klein, manche werden früh von anderen Unternehmen übernommen und nicht wenige sind erfolglos und müssen liquidiert werden. Einer Anzahl von erfolgreichen Start-ups gelingt es jedoch, zu sogenannten „Einhörnern“ (Unicorns) heranzuwachsen. So werden nicht börsennotierte Unternehmen genannt, die eine Marktbewertung von mindestens einer Milliarde US-Dollar erreichen.

Im Jahr 2020 lag Deutschland gemessen an der Wirtschaftsleistung im europäischen Mittelfeld, was derartige „Einhörner“ mit Milliardenbewertung betraf (KfW Research, 2020). Absolut betrachtet liegt Deutschland in Europa auf Rang 2. Hierzulande gab es im ersten Quartal 2021 15 große Start-ups mit einer Bewertung von über einer Milliarde US-Dollar, während das Vereinigte Königreich mit 30 Unicorns in Europa führend war. Frankreich kam nur auf 9 der großen Start-ups, gefolgt von der Schweiz mit 5 (vgl. Abbildung 3-1). Die meisten Einhörner gibt es in den Vereinigten Staaten und China, allein auf die USA entfielen knapp die Hälfte der globalen Unicorns und auf China bereits 22,7 Prozent (CBInsights, 2021).

Abbildung 3-2: Unicorns: Die Länder-Verteilung der hoch bewerteten Start-ups

Von 2010 bis zum ersten Quartal 2021 wurden weltweit in 34 Ländern 611 Unicorns erfasst



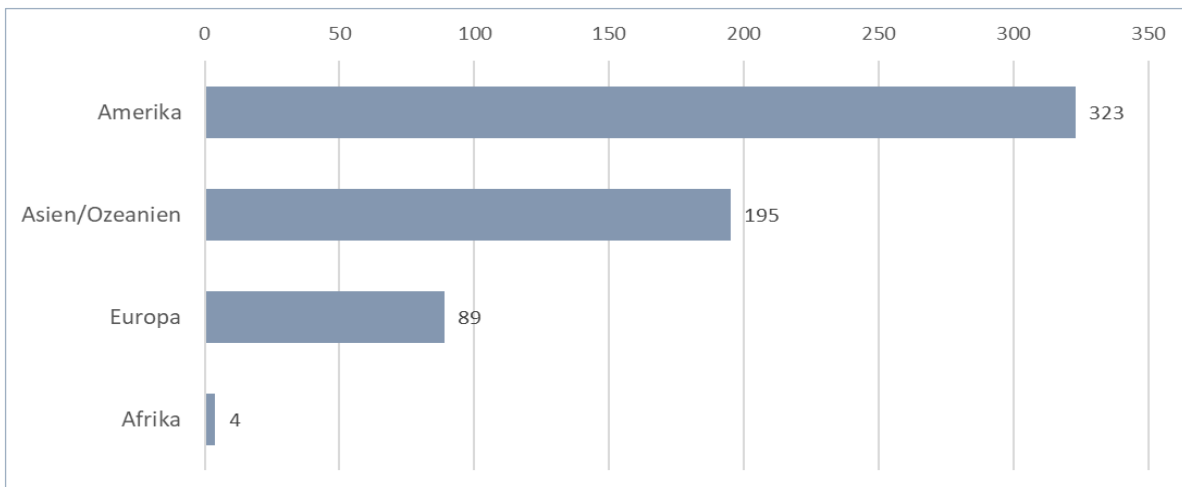
Unicorns: Start-ups mit einer Bewertung von mindestens 1 Milliarde US-Dollar, ohne Exits

Quelle: CBInsights, 2021

Abbildung 3-2 zeigt die Verteilung der Unicorns auf die Weltregionen. Nord- und Südamerika kommen mit 323 Unicorns zusammen auf fast 53 Prozent der weltweiten Unicorns, hiervon entfallen aber nur 19 auf die Länder ohne die USA. Dank der Stärke Chinas weist Asien 32 Prozent der hoch bewerteten Start-ups auf. Europa verzeichnete im ersten Quartal 2021 insgesamt 89 Unicorns, was 14,6 Prozent der weltweiten Start-ups mit Milliarden-Bewertung entsprach.

Abbildung 3-3: Die Verteilung der Unicorns auf die Weltregionen

Von 2010 bis zum ersten Quartal 2021 wurden weltweit 611 Unicorns erfasst



Unicorns: Start-ups mit einer Bewertung von mindestens 1 Milliarde US-Dollar, ohne Exits

Quelle: CBInsights, 2021

4 Der Zukunftsfonds – ein Gamechanger?

„Berlin is currently trending due to low living costs, a large pool of international developers, and many internationally-known startups powered by company builders like Rocket Internet or Project A Ventures. As soon as those growth stage startups need funding, however, going abroad is still the best option“ (startupgrind, 2021).

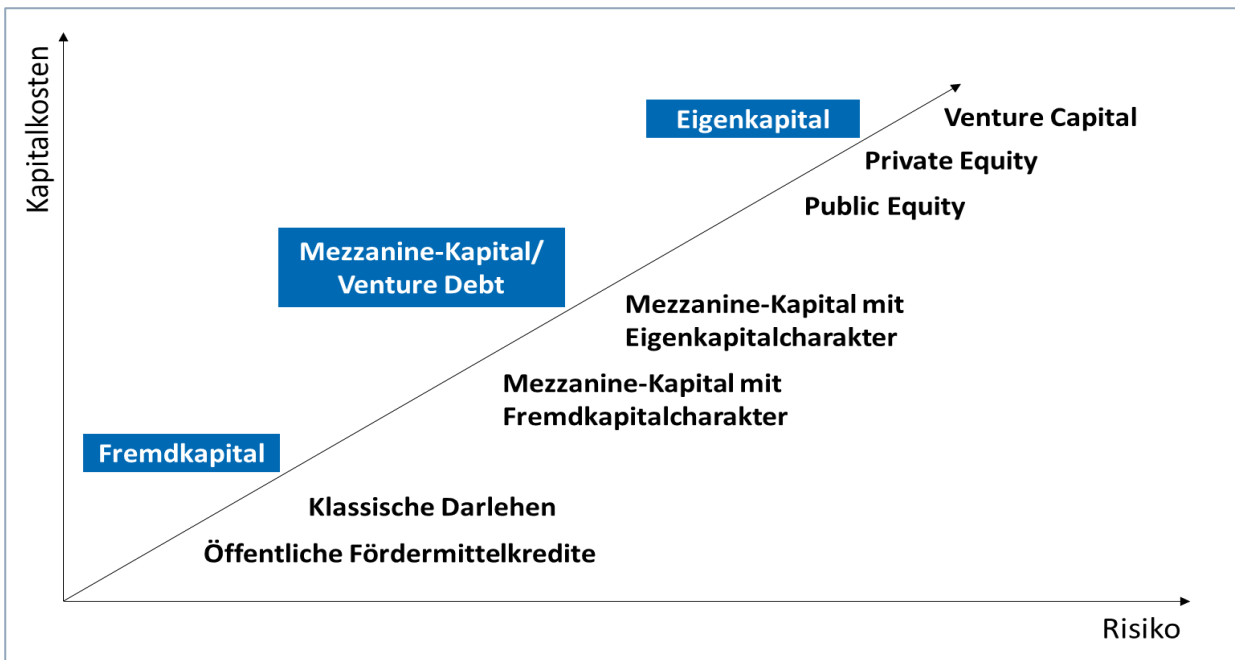
4.1 Finanzierungsinstrumente für Start-ups

Die Finanzierung von wachstumsstarken Unternehmensgründungen, die in innovativen Wirtschaftsbereichen und teilweise im Hochtechnologiebereich angesiedelt sind, stellt wegen des oft hohen Finanzbedarfs eine Herausforderung dar. Fremdkapital in Form von Bankkrediten ist in diesem Segment der Wirtschaft aufgrund der hohen Ausfallrisiken eher wenig geeignet und besitzt überwiegend eine ergänzende Funktion. Wenige hoch erfolgreiche Investitionen müssen relativ viele Totalausfälle überkompensieren, was in der Struktur der Darlehenszinsen nicht darstellbar ist (Röhl, 2010; 2014). Das Mittel der Wahl zur Finanzierung größerer und wachstumsstarker Gründungen ist deshalb Eigenkapital, das bei einer Bereitstellung durch externe Investoren als Venture Capital bezeichnet wird (vgl. Abbildung 4-1).¹²

¹² Eine weitere wichtige Eigenkapitalquelle für Gründer bilden üblicherweise eigene Mittel und Geld aus der Familie. Dies betrifft aber vorwiegend kleinere Gründungen, während wachstumsorientierte Start-ups meist einen höheren Kapitalbedarf haben und daher auf externe Finanzierungen angewiesen sind.

Abbildung 4-1: Die Finanzierung von Start-ups: Instrumente, Kosten und Risiko

Zinssatz und Kapitalkosten der unterschiedlichen Finanzierungsquellen



Quelle: Honold, 2021

Überwunden wird die strikte Trennung zwischen Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierung durch mezzanine Finanzierungsinstrumente, die Elemente beider Finanzierungsformen vereinen. Öffentlich gefördertes Mezzaninekapital kann eine eigenkapitalergänzende Funktion einnehmen, da es über mehrere Jahre tilgungsfrei und im Haftungsfall nachrangig zu bedienen ist. Daneben gibt es auch „Venture Debt“, dies bezeichnet Darlehen für Start-ups und Wachstumsunternehmen, die durch höhere Verzinsung oder auch die Möglichkeit zur Umwandlung in eine Beteiligung unter Vorzugskonditionen die erhöhten Ausfallrisiken kompensieren.

Die wichtigsten Akteure in der Eigenkapitalfinanzierung von Start-ups sind VC-Fonds, die Finanzmittel von Investoren einsammeln und bündeln, um aus dem Fonds Beteiligungen an chancenstarken Gründungen und jungen Wachstumsunternehmen zu finanzieren, finanzstarke Einzelpersonen mit Erfahrungen im Start-up-Bereich (Business Angels) sowie staatliche Akteure wie öffentlich finanzierte Fonds und Banken (etwa die KfW), Förderprogramme und Bürgschaftsbanken (z. B. der Bundesländer).

4.2 Die bisherige Förderstruktur für Start-ups in Deutschland

Im Mittelpunkt der bisherigen staatlichen Förderung von Gründungen und innovativen Start-ups steht die Förderbank KfW – die frühere „Kreditanstalt für Wiederaufbau“. Diese setzt die Mittel des ERP-Sondervermögens – dies sind die Gelder des ursprünglichen Marshall-Funds aus der Wiederaufbauzeit nach dem Krieg (ERP: European Recovery Program; KfW, 2021a) –, weitere Bundesmittel sowie am Kapitalmarkt aufgenommenes Fremdkapital für Eigenkapitalhilfen und Darlehen an Unternehmen ein. Im Darlehensbereich ist der ERP-Gründerkredit „StartGeld“ das Hauptinstrument, hierüber werden bis zu 125.000 Euro Kredit pro Gründungsvorhaben bereitgestellt. Der Zinssatz beginnt bei günstigen 0,7 Prozent, es können Investitionen und

laufende Kosten finanziert werden (KfW, 2021b). Der Gründerkredit muss jedoch über die Hausbank beantragt werden, die die Validität des Gründungsvorhabens und die gestellten Sicherheiten nach ihren Kriterien prüft, auch wenn die KfW 80 Prozent des Ausfallrisikos trägt. Viele innovative Gründungsvorhaben – und überhaupt viele Gründungsvorhaben – dürften deshalb durch das Raster der Prüfungen fallen, da die begrenzten Erträge aus dem Darlehenszins nicht die erhöhten Risiken kompensieren können (vgl. Kapitel 4.1, Abbildung 4-1). Stärker eigenkapitalorientiert ist das „ERP-Kapital für Gründung“ von bis zu 500.000 Euro, für das die KfW das Ausfallrisiko voll übernimmt. Es handelt sich zwar um einen Kredit und der Antrag erfolgt ebenfalls über die Hausbank (KfW, 2021c) – mit den oben angesprochenen Problemen in der Gründungsfinanzierung –, die Kreditmittel können jedoch aufgrund einer siebenjährigen Tilgungsfreiheit als Mezzaninekapital (vgl. Kapitel 4.1) fungieren.

Daneben gibt es im Bundeswirtschaftsministerium das Programm EXIST, über das technologieorientierte Gründungen an Universitäten und Forschungseinrichtungen unterstützt werden. Das Programm setzt über eine Förderung der Gründerkultur an den Hochschulen und die Vergabe von Gründerstipendien an Hochschul- und Institutsbeschäftigte zur Vorbereitung von Gründungsvorhaben bereits in der Vorgründungsphase an, dabei werden auch Mittel des Europäischen Sozialfonds ESF genutzt (BMW/ESF, 2020). Durch den vorwiegend universitären Fokus und die Konzentration auf die Vorgründungsphase ist EXIST als Ergänzung zu den kapitalorientierten Programmen der Start-up-Förderung anzusehen und kein Konkurrenzangebot.

Start-ups sind stärker als reife Unternehmen auf Eigenkapital-Fördermaßnahmen angewiesen, um ihren Finanzbedarf zu decken. Die bereits bestehenden Bausteine des mehrteiligen Zukunftsfonds (s. u.) – der neben gänzlich neuen Elementen auf die Ausweitung bestehender Programme setzt – wurden seit 2005 schrittweise bis auf den heutigen Stand ausgebaut, überwiegend durch Einsatz der Mittel aus dem ERP-Sondervermögen (s. o.). Hierzu zählen der **High-Tech-Gründerfonds** (HTGF), der öffentliche Finanzierungsanteil des privat kofinanzierten VC-Fonds **coparion** (BMW, 2021a), die **ERP/EIF-Wachstumsfazilität** aus Mitteln des Europäischen Investitionsfonds (EIF) und des ERP,¹³ sogenannte „**Managed Accounts**“ der KfW Capital¹⁴ sowie Eigenprogramme zur Gründungs- und Unternehmensfinanzierung der Förderbank KfW selbst (s. o.). Bislang liegt der Fokus aber nach Meinung von Experten und aus Sicht der Start-ups selbst immer noch zu stark auf der Seed- und Frühphase, größere Expansionsschritte junger Wachstumsunternehmen sind in Deutschland nur schwer zu finanzieren.¹⁵ Im Start-up Monitor 2020 gaben 42,3 Prozent der befragten Start-ups (n = 912) VC als bevorzugte Finanzierungsquelle an, tatsächlich genutzt werden konnten VC-Mittel aber nur von 18,6 Prozent der Unternehmen; der Wunsch bleibt also in mehr als der Hälfte der Fälle unerfüllt. Der Zugriff auf externes Kapital wird daher noch immer als „eine der größten Herausforderungen“ für deutsche Start-ups bezeichnet (Kollmann et al., 2020, 45).

¹³ In der ERP/EIF-Wachstumsfazilität werden Mittel des ERP und des EIF eingesetzt, um Wachstumsfinanzierungen bestehender Start-ups zu erleichtern. Diese Later-Stage-Finanzierungen werden auch über so genannte Side Fonds oder Side Vehicles abgewickelt, die als Ergänzung zu bereits bestehenden (geschlossenen) VC-Fonds aufgelegt werden können (Deutscher Bundestag, 2001 3).

¹⁴ Als Managed Accounts werden sogenannte Side Vehicles bezeichnet, die von privaten Asset Managern für bestimmte Investoren oder Gruppen verwaltet werden. Über diese Side Vehicles können Zweit- und Drittrundenfinanzierungen organisiert werden, wenn der ursprünglich an einem Start-up beteiligte VC-Fonds geschlossen oder nicht für Later-Stage-Investitionen vorgesehen ist. Damit kann für den Managed Account die Kapitalanlagestrategie flexibel gestaltet werden (Deutscher Bundestag, 2001, 3).

¹⁵ Auf den Größenvorsprung der US-Start-ups in den Finanzierungsvolumina wurde in Kapitel 3.1 eingegangen.

Die mit dem Zukunftsfonds angestrebte Ausweitung der Finanzierungsinstrumente für die späteren Unternehmensphasen erscheint auch wichtig, damit erfolversprechende Wachstumsunternehmen mit ihren spezifischen Technologien nicht aus dem Ausland „aufgekauft“ werden. Größere Wachstumsunternehmen aus dem HTGF werden bislang nach Aussage von Finanzierungsexperten oft an ausländische Unternehmen und Investoren verkauft, da das Interesse oder die finanzielle Kraft inländischer Investoren zu gering ist.

In der Corona-Krise hat die Politik schnell reagiert, um Start-ups zu unterstützen. Das Bundeswirtschaftsministerium und das Bundesfinanzministerium legten gemeinsam mit der staatlichen Förderbank KfW ein 2-Milliarden-Euro-Paket („Startup-Booster“) zur Sicherstellung der Finanzierung von Start-ups auf (BMW/BMF, 2020a; Röhl, 2020a).¹⁶ Die Befürchtung, dass Corona-bedingt zahlreiche Start-ups aus dem Markt ausscheiden müssten, bewahrheitete sich bislang nicht.¹⁷ Gerade digitale Start-ups haben durch die Begrenzung von Reisen und persönlichen Kontakten zusätzlichen Schub erhalten und konnten vielfach auch ihre Finanzierungsoptionen verbessern. Auch im Medizintechnik-, Pharma- und Biotechnologiebereich gibt es Gewinner der Corona-Krise: Der Impfstoffhersteller BioNTech – gegründet 2008 – ist erst kürzlich den Start-up-Kriterien entwachsen und war Anfang August 2021 mit einer Bewertung von 100 Milliarden US-Dollar beziehungsweise 85 Milliarden Euro bereits das fünftwertvollste deutsche Unternehmen (Tagesschau, 2021; Finanzen100, 2021).

4.3 Der Zukunftsfonds und seine Einzelinstrumente

Mit dem Zukunftsfonds soll die Gründungs- und Wachstumsfinanzierung in Deutschland grundlegend verbessert und auf eine breitere Grundlage gestellt werden. Die Konzeption eines derartigen Fonds, der auch für industrielle Start-ups Finanzierungsangebote enthält, war von Bundeswirtschaftsminister Peter Altmaier im Rahmen der Vorstellung der „Nationalen Industriestrategie“ im Jahr 2019 angekündigt worden (BMW, 2019). Der Zukunftsfonds der Bundesregierung setzt sich – je nach Zählweise und finaler Strukturierung – aus acht bis zehn Modulen zusammen, die mit einem Volumen von 10 Milliarden Euro unterlegt sind beziehungsweise nach der vollständigen Auflegung sein werden und gemeinsam mit privatem Kapital bis zu 30 Milliarden Euro an Investitionen für Start-ups und Wachstumsunternehmen generieren sollen. Die Einzelelemente und Fonds werden seit Anfang 2021 aufgebaut und sind Stand August zum Teil schon funktionsbereit und zum Teil in Vorbereitung. In den verschiedenen Modulen wird konzeptionell bewusst auf die Skalierung bestehender Instrumente gekoppelt mit qualitativ neuen Maßnahmen gesetzt. Wichtig ist hierbei eine hohe Marktorientierung durch Einbeziehung privater Kapitalgeber, um das aus öffentlichen Mitteln verfügbare Kapital in den kommenden zehn Jahren insgesamt zu verdreifachen (Deutscher Bundestag, 2021). Institutionell sind in den Zukunftsfonds die KfW Bankengruppe – direkt im Fremdkapitalsegment Venture Tech Growth Financing (VTGF)¹⁸ sowie im Eigenkapitalsegment über ihre Investment-Tochtergesellschaft KfW Capital –, der High-Tech-Gründerfonds (HTGF), der als Ko-Investor für private Leadinvestoren agierende VC-Fonds

¹⁶ Die zwei Milliarden Euro wurden für Dachfonds und VC-Fonds wie KfW Capital, High-Tech-Gründerfonds oder coparion bereitgestellt, um in Finanzierungsrunden, die aufgrund der Corona-Pandemie vom Scheitern bedroht waren, zusätzliche Ko-Investitionsmittel einzubringen (BMW/BMF, 2020a).

¹⁷ Generell hat sich die aufgrund der Lockdowns befürchtete „Insolvenzwelle“ bislang nicht eingestellt, stattdessen sind die Unternehmensinsolvenzen seit Beginn der Corona-Pandemie rückläufig (Destatis, 2021; Röhl, 2020b).

¹⁸ Dieses KfW-Programm richtet sich an innovative und schnell wachsende Technologie-Start-ups, „die über ein ... aussichtsreiches Geschäftsmodell verfügen“. Es adressiert aber nicht die Eigenkapitalfinanzierung, sondern bietet Kredite zur Wachstumsfinanzierung an (KfW, 2021d).

coparion¹⁹ und der Europäische Investmentfonds EIF als finanzierende Partner eingebunden. Vier der zehn Elemente des Zukunftsfonds beinhalten qualitativ neue Konzepte (vgl. Tabelle 4-1).

Tabelle 4-1: Die Einzelprogramme des Zukunftsfonds

Erklärung der Bausteine*

Bausteine	
Separate Managed Accounts	Sogenannte Side Vehicles oder „Nebenfonds“, die von privaten Asset Managern für Investoren(gruppen) verwaltet und parallel zur bestehenden Fondslandschaft aufgelegt werden. Fokus auf innovative Technologie- und Wachstumsunternehmen.
Deep Tech Future Fonds	Soll technologieintensive Entwicklungen in der Industrie mit Fokus auf Schlüsseltechnologien ermöglichen. Dafür sollen Engagements über eine bis zu 20-jährige Finanzierungslaufzeit eingegangen werden. Voraussetzung ist ein privater Lead-Investor.
Wachstumsfonds Deutschland (Dachfonds) Fremdkapital	Höher als üblich verzinste Darlehen sollen risikoorientierte Kreditgeber ansprechen. Diese Fremdkapitalinvestitionen werden zur Absicherung durch öffentliche Eigenmittel unterlegt („Wasserfall-Investment“).
Wachstumsfonds Deutschland (Dachfonds) Eigenkapital	Die Eigenkapitalsäule des Wachstumsfonds setzt sich aus privaten und öffentlichen Mitteln zusammen, die zu gleichen Konditionen vergeben werden (pari passu).
HTGF IV (High-Tech Gründerfonds)	Der HTGF investiert in Start-ups, die bis zu drei Jahre alt sind und zuvor maximal eine halbe Million Euro Kapital erhalten haben.
HTGF Wachstumsfazilität	Ermöglicht größere Later-Stage-Finanzierungen für Wachstumsunternehmen im Anschluss an die ursprüngliche HTGF-Investition. Geplant ist ein Volumen von bis zu 2 Milliarden Euro.
coparion (Kapitalerhöhung)	Verdopplung des Fondsvolumen von coparion, welcher in junge Wachstumsunternehmen jenseits der restriktiven HTGF-Kriterien investiert.
ERP Wachstumsfazilität	Erhöhung des bestehenden ERP-Programms, um Wachstumsfinanzierungen bestehender Start-ups zu erleichtern. Abwicklung auch über Side Fonds, als Ergänzung zu bestehenden (geschlossenen) VC-Fonds.
EIF Wachstumsfazilität	Mittel des Europäischen Investmentfonds werden innovativen Unternehmen als Darlehen zu vergünstigten Konditionen gewährt. Die Wachstumsfazilität dient auch der Kofinanzierung von VC-Fonds.
VTGF	Erhöhung des „Venture Debt“-Programms Venture Tech Growth Financing der KfW für Langfristdarlehen an innovative Unternehmen.

Zehn beziehungsweise bei Zusammenfassung der beiden Säulen des Wachstumsfonds und der ERP-/EIF-Wachstumsfazilität acht Bausteine, die Spezifikationen sind zum Teil noch nicht final.

Quelle: BMWi, 2021a, 2021b; DeepTech Future Fonds, 2021; Deutscher Bundestag, 2021; eigene Erstellung

¹⁹ coparion wird wiederum aus dem ERP-Sondervermögen, von der KfW Capital und aus Mitteln der Europäischen Investitionsbank EIB finanziert (BMWi, 2018).

Zu den wichtigsten Instrumenten der Seed- und Early-Stage-Förderung zählt der 2005 aufgelegte **High-Tech-Gründerfonds** (HTGF). Der **HTGF** investiert in Start-ups, die bis zu drei Jahre alt sind und die zuvor maximal eine halbe Million Euro Kapital erhalten haben (BMW, 2021b). Eine anfängliche Investition von bis zu einer Million Euro kann später auf bis zu drei Millionen Euro aufgestockt werden. Für Wachstumsfinanzierungen in der Later-Stage-Phase ist der HTGF, der bislang aus drei nacheinander aufgelegten Einzelfonds bestand, aber nicht geeignet. Im Rahmen des Zukunftsfonds wird nun nicht nur ein vierter HTGF-Einzelfonds aufgelegt, sondern als Neuerung auch eine **HTGF-Wachstumsfazilität** geschaffen, die größere Later-Stage-Finanzierungen im Anschluss an die ursprüngliche HTGF-Investition unter dem Dach des HTGF ermöglicht. Geplant ist ein Volumen von bis zu 2 Milliarden Euro (Deutscher Bundestag, 2021, 3). Tabelle 4-1 gibt einen kompakten Überblick über die Einzelbausteine, die unter dem Dach des Zukunftsfonds vereint sind.

Der VC-Fonds **coparion** wurde im März 2016 aufgelegt, um gemeinsam mit privaten Investoren, die eine führende Rolle als „Lead-Investor“ spielen, in junge Wachstumsunternehmen jenseits der restriktiven HTGF-Kriterien zu investieren (BMW, 2021a), das heißt überwiegend in größere Zweitrundeninvestments.²⁰ Die Einbringung der öffentlichen Mittel erfolgt zu gleichen Konditionen wie für den Lead-Investor (pari passu). Der Staat geht also kein höheres Risiko ein als der private Investor, der vom Konzept des Start-ups überzeugt ist. Das öffentlich bereitgestellte Fondsvolumen von coparion soll durch den Ausbau im Rahmen des Zukunftsfonds auf 550 Millionen Euro verdoppelt werden (Deutscher Bundestag, 2021), mit privaten Ko-Investitionen stehen dementsprechend 1,1 Milliarden Euro zur Verfügung.

Auch eine Verbesserung des gründungsorientierten Kreditangebots ist geplant, hierzu soll das „Venture Debt“-Programm **VTGF (KfW Venture Tech Growth Financing)** um 1,3 Milliarden Euro erhöht werden (Deutscher Bundestag, 2021, 2). Hier gelten allerdings weiterhin die in Kapitel 4.1 und 4.2 erläuterten Probleme der Kreditfinanzierung innovativer Unternehmensgründungen; manche Finanzierungen könnten an den Vergabebedingungen der durchleitenden Banken scheitern.

Der „**Wachstumsfonds Deutschland**“ oder Dachfonds stellt eine der wichtigsten Neuerungen dar. Er enthält nach derzeitigen – noch nicht finalen – Planungen zwei eigenständige Module, die beide mit privaten Mitteln auf erhebliche Größe – bis in den Milliarden-Euro-Bereich – ausgebaut werden sollen (vgl. **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden.**). Im ersten Modul werden von privaten Akteuren eingeworbene Fremdkapitalfinanzierungen mit Eigenkapital verknüpft. Das erhöhte Risiko wird durch eine Eigenkapitalunterlegung aus öffentlichen Mitteln abgesichert.²¹ Durch Investitionsvehikel mit unterschiedlichen Rendite-Risiko-Profilen soll innerhalb des Wachstumsfonds den unterschiedlichen Präferenzen externer Finanzierungspartner Rechnung getragen werden. Eine der Investitionsmöglichkeiten soll risikoorientierte Kreditgeber ansprechen: „Venture Debt“, also stärker als üblich risikoorientierte Darlehen, bezeichnet Fremdkapitalinvestitionen in Start-ups. Diese Kombination soll auch größere Finanzierungsvolumina in späteren Wachstumsphasen, die im allgemeinen etwas weniger Ausfallrisiken als die Frühphase aufweisen, ermöglichen. Das zweite Modul des Wachstumsfonds ist allein eigenkapitalbasiert (vgl. Abbildung 4-3). „Neben dem asymmetrisch in Risiko- und Renditeverteilung konzipierten Wasserfallmodell soll als weitere Säule dieses Dachfonds

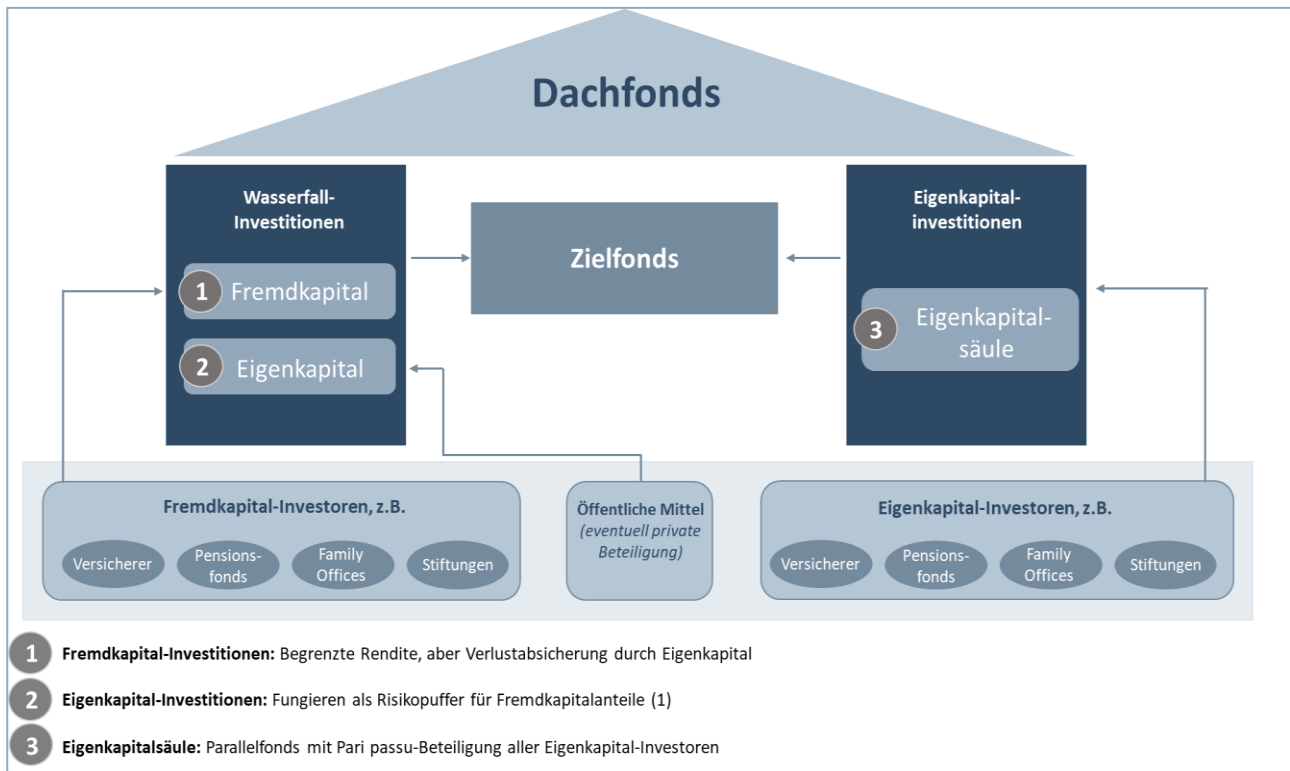
²⁰ Das Ziel-Start-up muss aber die KMU-Kriterien erfüllen, sein Umsatz darf also nicht über 50 Millionen Euro liegen und die Mitarbeiterzahl muss geringer als 250 sein.

²¹ Die Finanzierungen sollen im Rahmen so genannter „Wasserfall-Investments“ erfolgen, die Eigenkapital und Fremdkapital kombinieren.

ein symmetrisches Angebot gestaltet werden, bei dem die öffentliche Hand und private Investoren zu gleichen Konditionen bei Risiken und Rendite („pari passu“) investieren.“ (Deutscher Bundestag, 2021, 3).

Abbildung 4-2: Wachstumsfonds Deutschland: Angestrebte Dachfonds-Lösung

Verknüpfung von Fremdkapital und Eigenkapital in zwei Bausteinen mit unterschiedlichen Rendite-Risiko-Profilen



Quelle: Eigene Erstellung auf Basis Deutscher Bundestag, 2021

Von besonderem Interesse für die weitere Entwicklung der Industrie in Deutschland ist der ebenfalls neue **Deep Tech Future Fonds (DTFF)**. Mit diesem Fonds sollen technologieintensive Entwicklungen in industriellen Anwendungen ermöglicht werden, mit Fokus auf Schlüsseltechnologien wie Industrie 4.0, Künstliche Intelligenz (KI), Robotik, Biotechnologie und Medizintechnik, Energietechnik, Software und Digital Security, Quantencomputing u. ä. (DeepTech Future Fonds, 2021). Hierzu sollen langfristige Engagements über eine bis zu 20-jährige Finanzierungslaufzeit eingegangen werden, während üblicherweise im VC-Bereich nach spätestens zehn Jahren ein Exit des Investors erfolgt. Der DTFF ist allerdings der Planung zufolge auf private Lead-Investoren angewiesen und soll öffentliches Kapital als Ko-Investment mobilisieren. Der Lead-Investor muss mindestens 30 Prozent des VC-Kapitals zu gleichen Konditionen (pari passu, s. o.) wie der Zukunftsfonds investieren. Dies könnte die Wirksamkeit in den genannten industriellen Technologiebereichen schmälern, denn nach den bisherigen Erfahrungen besteht die Problematik der Forschung und Entwicklung neuer Technologien über mehr als 10-jährige Zeiträume bis zum Erreichen der Marktreife gerade darin, dass es äußerst schwierig ist, hierfür private Investoren zu finden (BDI, 2020).

Das Management des Fonds soll durch den HTGF übernommen werden, der unter den bestehenden Instrumenten die größte Nähe zum neuen Deep Tech Fonds aufweist und über ein sehr erfahrenes Management verfügt. Das Volumen für ein Erst-Investment des DTFF liegt zwischen einer Million und maximal 30 Millionen

Euro, wobei der Fondsanteil am Unternehmenskapital auf ein Viertel begrenzt sein soll. Das geförderte Unternehmen muss seinen Sitz in Deutschland oder zumindest einen „Deutschlandbezug“ haben und es muss die KMU-Kriterien erfüllen, d.h., es darf nicht mehr als 250 Beschäftigte haben oder über 50 Millionen Euro Umsatz oder Bilanzsumme aufweisen (DeepTech Future Fonds, 2021). Dabei soll das Unternehmen aber das Potenzial haben, eine kritische Größe zu erreichen und zum Hidden Champion zu wachsen, wobei am Ende der langen Investitionsphase ein Börsengang per Initial Public Offering (IPO) die bevorzugte Option ist.²² Der DTFF hat im zweiten Quartal 2021 seinen Arbeit aufgenommen.

4.4 Bewertung und Kritik

Mit dem Zukunftsfonds hat die Bundesregierung sowohl was das Mittelvolumen betrifft als auch in struktureller Hinsicht die Finanzierung von Start-ups und Wachstumsunternehmen auf eine deutlich stabilere Grundlage gestellt. Mit der Erweiterung von fünf Einzelprogrammen und der Neuauflage von fünf Programmbausteinen gelingt voraussichtlich die Abdeckung der vielfältigen Finanzierungsanforderungen wachstumsstarker Start-ups in ihren verschiedenen Entwicklungsphasen, wobei das erhebliche Programmvolumen und die Ausgestaltung der Einzelfonds auch die bislang problematische Later-Stage-Finanzierung größerer Start-ups mit ihren höheren finanziellen Anforderungen adressiert. Mit dem Deep Tech Future Fonds können zukünftig zudem auch technologieintensive Gründungsvorhaben, die einen „langen Atem“ benötigen, der die üblichen Finanzierungszeiträume im VC-Markt übersteigt, durchfinanziert werden – zumindest, wenn sich ein privater Lead-Investor findet.

Aufgrund der erheblichen Komplexität, die der Zukunftsfonds und seine Programmbausteine aufweisen, erscheint die Information von Start-ups mit Finanzierungsbedarf sowie von potenziellen privaten Ko-Investoren der Fonds über die neuen Einzelmaßnahmen und ihr Potenzial von besonderer Relevanz zu sein. Hierzu könnte neben Informationsmaterialien und Veranstaltungen der KfW und des Bundeswirtschaftsministeriums ein neuer webbasierter „Finanzierungsnavigator“ für Gründungsinteressierte und Start-ups beitragen.

Noch unklar ist, ob es gelingt, das doppelte Volumen der avisierten öffentlichen Mittel im Zukunftsfonds seitens privater Investoren zu generieren. Auf die mögliche Schwierigkeit, private Lead-Investoren für die sehr langfristigen Finanzierungen des Deep Tech Fonds zu mobilisieren, wurde bereits hingewiesen. Auch im Wachstumsfonds sind private Mittel – sowohl Fremdkapital als auch Eigenkapital – im Milliarden-Euro-Bereich eingeplant. Bislang ist nicht sicher, dass die Investitionsbedingungen ausreichend attraktiv sind, um diese Mittel zu akquirieren. Kritikpunkte in diesem Zusammenhang an der Wirtschaftspolitik und -förderung für Wachstumsunternehmen bleiben ungelöste steuerliche und regulatorische Fragen der Start-up-Finanzierung. So war bislang die Mehrwertsteuerfreiheit der Managementleistung von VC-Fonds nicht sichergestellt. Mit dem am 1. Juli 2021 in Kraft getretenen Fondsstandortgesetz (Bundesgesetzblatt, 2021) wurden nun Wagniskapitalfonds als umsatzsteuerbefreite Fonds definiert, der Begriff Wagniskapitalfonds wurde aber

²² Dies gilt vermutlich, um einen Verkauf des geförderten Start-ups und seiner Technologie an ausländische Konzerne möglichst zu vermeiden. Allerdings ist die Anzahl der Börsengänge seit Jahren rückläufig, sowohl in Deutschland als auch in anderen Ländern wie den Vereinigten Staaten (Demary/Röhl, 2017), während Übernahmen technologieintensiver Start-ups durch internationale Konzerne mit hoher Finanzkraft häufig sind (Heckel, 2020).

nicht definiert, so dass weiterhin keine volle Rechtssicherheit gegeben ist (Baaske, 2021).²³ Einschränkungen der Verlustverrechnung in zeitlicher oder sachlicher Hinsicht können zudem zur Besteuerung von Gewinnen aus der Veräußerung von Start-ups führen, obwohl im jeweiligen Fondsportfolio andere Start-ups mit Verlust abgewickelt werden mussten. Auch im Übernahmefall und bei Rekapitalisierung ist die Verlustverrechnung stark eingeschränkt, so dass bestehende steuerliche Verluste verfallen. Dadurch können Übernahmen unattraktiv werden und es kann letztlich zur Abwicklung eigentlich übernahmefähiger Unternehmen kommen. Wenig attraktive Steuerregeln können aber auch bewirken, dass die privaten Finanzierungsbeteiligungen im Zukunftsfonds hinter den Erwartungen zurückbleiben.

Aufgrund der genannten Hemmfaktoren ist nicht sicher, dass der Zukunftsfonds seine Ziele bei der Akquise privaten Kapitals und der Finanzierung von Start-ups erreichen kann. Es sollte daher eine Evaluierung stattfinden, um gegebenenfalls in den Elementen des Zukunftsfonds und bei den Rahmenbedingungen für innovative Gründungen nachjustieren zu können.

5 Fazit

Gründungen, insbesondere von innovativen und wachstumsorientierten Unternehmen, besitzen eine hohe gesamtwirtschaftliche Bedeutung. Die Anzahl der Unternehmensgründungen in Deutschland geht seit Jahren zurück; mit den Einschränkungen durch die Corona-Pandemie hat sie im vergangenen Jahr einen neuen Tiefststand erreicht. Der Rückgang war bei den für die Gesamtwirtschaft wichtigen Gründungen mit voraussichtlich größerer wirtschaftlicher Bedeutung jedoch weniger gravierend als bei den Klein- und Kleinstgründungen, die vor allem dem Gründenden ein wirtschaftliches Auskommen verschaffen sollen. Darüber hinaus hat sich in den großen deutschen Metropolregionen in den letzten Jahren ein funktionierendes Start-up-Ökosystem entwickelt, das nicht mehr auf die Hauptstadt Berlin und das führende High-Tech-Zentrum München beschränkt ist. Trotzdem stellt die Finanzierung von innovativen Gründungen weiterhin eine Herausforderung dar; größere Finanzierungsrunden sind nicht selten auf ausländische Investoren angewiesen, wie die Entwicklung der Start-up-Szene Berlins gezeigt hat (Scheuplein et al., 2014; Heckel, 2020).

Mit dem Zukunftsfonds hat die Bundesregierung nun eine wichtige Weichenstellung für die finanzielle Ausstattung der weiteren Entwicklung dieses Start-up-Systems geschaffen, das mit zehn Bausteinen alle Segmente der Start-up-Finanzierung von der Frühphase (Seed und Early Stage) über die Wachstums- zur Spätphase (Later Stage und Exit) adressiert. Mit einem Volumen von 10 Milliarden Euro öffentlichen Mitteln zuzüglich im Erfolgsfall mobilisierter privater Kofinanzierungen in doppeltem Umfang könnten mittelfristig bis zu 30 Milliarden Euro zusätzliche Mittel zur Finanzierung innovativer Unternehmensgründungen mobilisiert werden, wobei auch langfristige Investitionen mit hohem Kapitalbedarf für Technologien mit sehr langen Forschungs- und Entwicklungsphasen ermöglicht werden.

Mit dem Zukunftsfonds wird die Finanzierung innovativer Start-ups und wachsender junger Technologieunternehmen konzeptionell und finanziell auf eine deutlich breitere Basis gestellt, was sich in den kommenden Jahren positiv auf die Fortentwicklung der deutschen Start-up-Szene auswirken sollte. Eine mögliche

²³ Das Bundesfinanzministerium verwies bislang auf EU-Recht, um eine rechtliche Fixierung abzulehnen. In anderen EU-Ländern wie Frankreich und – zum Zeitpunkt der dortigen Festlegung – dem Vereinigten Königreich sind entsprechende Freistellungen aber seit längerem rechtlich verankert, und die Rechtskonformität wurde durch ein EUGH-Urteil bestätigt (Baaske, 2021).

Schwachstelle des Zukunftsfonds könnte allerdings die geplante Verbindung öffentlichen und privaten Kapitals bilden. Um die positiven Wirkungen der öffentlichen Investitionsmittel im Zukunftsfonds voll ausschöpfen zu können, ist die Mobilisierung von circa 15 bis 20 Milliarden Euro durch private Kapitalgeber als Lead- und Ko-Investments notwendig, was angesichts der weiterhin bestehenden regulatorischen und steuerlichen Hemmnisse nicht unbedingt leichtfallen wird.

Um die volle Wirkung des Zukunftsfonds zu entfalten und Deutschland in Richtung einer „Gründerrepublik“ zu entwickeln, sollte an diesen hemmenden Punkten – insbesondere der Verlustverrechnung unter den Beteiligungen,²⁴ der Steuertransparenz von privaten VC-Fonds sowie diversen regulatorischen Hürden etwa für VC-Investitionen von Versicherungen und die Durchführung von Börsengängen per IPO oder, inzwischen in den führenden Start-up-Ländern immer wichtiger, durch Fusion mit einem SPAC²⁵ – noch nachjustiert werden. Die von manchen Parteien geforderte Einführung einer Vermögenssteuer nach der Bundestagswahl hätte die Mobilisierung privaten Beteiligungskapitals für Start-ups in Deutschland zudem stark erschweren können (Rödl & Partner/Bundesverband Deutsche Startups, 2021). Da der Koalitionsvertrag von SPD, Grünen und FDP (2021) jedoch keine Vermögenssteuer vorsieht und Steuererhöhungen von der Koalition ausgeschlossen werden, ist im steuerlichen Bereich zumindest keine weitere Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen von Start-ups zu erwarten.

²⁴ Führen Start-ups Kapitalerhöhungen mittels VC-Fonds durch, so kann dies bei den finanzierten Unternehmen wegen der veränderten Eigentümerstruktur zum Wegfall der Verlustvorträge führen.

²⁵ Bei diesen Special Purpose Acquisition Vehicles handelt es sich um mit Kapital ausgestatteten börsennotierte „Unternehmenshüllen“. Wachsende Start-ups können durch Fusion mit einem SPAC erheblich leichter an die Börse gelangen als durch einen eigenen Börsengang, der aufgrund der vielen bürokratieintensiven Bestimmungen die Managementkapazitäten für über ein Jahr bindet und das operative Geschäft in dieser Zeit entsprechend ausbremst. In den USA fanden 2020 bereits 248 Börsengänge per SPAC statt, mehr als per IPO (bjdw, 2021). In Deutschland ist die Nutzung dieses Instruments bislang aber nicht erlaubt.

6 Abstract

This policy paper shows the development of foundations of new companies and start-ups in Germany and, after a look at the international venture capital markets, presents the Future Fund, with which the German government wants to put start-up financing on a new footing. Start-ups have an important function in a functioning market economy, bringing new ideas and products to the market and providing competition by attacking the market position of established companies. While the number of company formations in Germany has been declining for years, a growing start-up scene of innovative and growth-oriented start-ups and young companies has established itself in the German metropolitan regions with Berlin at the forefront. However, despite various government programs to provide venture capital, financing start-ups still proves difficult. A particular problem is the financing of larger growth steps in the years after the company's founding phase, as start-ups often have higher capital requirements in this later-stage phase. But public funding programs and domestic venture capital funds are mostly tailored to the pre-founding and immediate start-up phase. Politicians have recognized this problem and are currently addressing it with a "Future Fund" (Zukunftsfonds) comprising 10 billion euros in public funding over ten years via ten different fund components. By mobilizing additional private capital, the total volume available is to be increased to 30 billion euros, which will also be available for larger later-stage financing thanks to the structure of the individual funds. The paper concludes with a predominantly positive assessment of the new funding program and further suggestions for strengthening the startup location addressing taxation and regulatory issues.

Literaturverzeichnis

Baaske, Laura, 2021, Wird der Fondsstandort Deutschland bei der Umsatzsteuer auf Management Fee konkurrenzfähig?, in: Handelsblatt Steuerboard, Blog, 8.7.2021, <https://blog.handelsblatt.com/steuerboard/2021/07/08/wird-der-fondsstandort-deutschland-bei-der-umsatzsteuer-auf-management-fee-konkurrenzfaehig/> [1.9.2021]

Barreneche García, Andrés, 2014, Analyzing the determinants of entrepreneurship in European cities, in: Small Business Economics, Nr. 42, S. 77–98

BDI – Bundesverband der Deutschen Industrie, 2020, Wachstumsfonds für Deutschland – Ein Modell zur Stärkung von Startups und Innovationen, Position: Finanzierung von Innovationen, <https://bdi.eu/publikation/news/wachstumsfonds-fuer-deutschland/> [16.8.2021]

bdjw – Beirat Junge Digitale Wirtschaft beim BMWi, 2021, Positionspapier zum Thema Börsengänge Deutscher Startups, unveröffentlichte Version, 15.4.2021

BMWi – Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, 2019, Industriestrategie 2030 – Leitlinien für eine deutsche und europäische Industriepolitik, https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Publikationen/Industrie/industriestrategie-2030.pdf?__blob=publicationFile&v=20 [24.8.2021]

BMWi, 2021a, Mittelstandsfinanzierung: coparion, <https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Artikel/Mittelstand/innovationsfinanzierung-coparion.html> [16.8.2021]

BMWi, 2021b, High-Tech-Gründerfonds, <https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Artikel/Mittelstand/gruendungsfinanzierung-high-tech-gruenderfonds.html> [24.8.2021]

BMWi, o. J., Pre-Seed, Seed, Growth: Finanzierung für Start-ups, https://www.exist.de/DE/Campus/Gruendergeist/Im-Fokus/Finanzierung/Pre-Seed_Seed_Growth/inhalt.html [9.9.2021]

BMWi – Bundesministerium für Wirtschaft und Energie / BMF – Bundesministerium der Finanzen, 2020a, Start-ups bekommen 2 Milliarden Euro: Maßgeschneiderte Unterstützung in der Corona-Krise, Gemeinsame Pressemitteilung, 1.4.2020, <https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/2020/20200401-start-ups-bekommen-2-milliarden-euro.html> [16.8.2021]

BMWi/BMF – Bundesministerium der Finanzen, 2020b, Ein Schutzschild für Beschäftigte und Unternehmen, Gemeinsame Pressemitteilung, 13.3., https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Downloads/S-T/schutzschild-fuer-beschaeftigte-und-unternehmen.pdf?__blob=publicationFile&v=14 [12.8.2021]

BMWi/ ESF – Europäischer Sozialfonds, 2020, Das ist EXIST 2020, https://www.exist.de/SharedDocs/Downloads/DE/Mediathek/Das-ist-EXIST-2020.pdf?__blob=publicationFile [16.8.2021]

Bundesgesetzblatt, 2021, Gesetz zur Stärkung des Fondsstandorts Deutschland und zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2019/1160 zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG und 2011/61/EU im Hinblick auf den grenzüberschreitenden Vertrieb von Organismen für gemeinsame Anlagen (Fondsstandortgesetz – FoStoG),

https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2021-06-10-FoStoG/3-Verkuendetes-Gesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=2 [1.9.2021]

Caliendo, Marco / Kritikos, Alexander, 2010, Gründungen aus Arbeitslosigkeit: Nur selten aus der Not geboren und daher oft erfolgreich, in: DIW Wochenbericht Nr. 18, S. 2 – 7, https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.356435.de/10-18-1.pdf [18.8.2021]

Camagni, Roberto, 1995, The concept of innovative milieu and its relevance for public policies in European lagging regions, in: Papers in Regional Science, 74. Jg., H. 4, S. 317-340

CBInsights, 2021, The Global Unicorn Club, <https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies> [1.6.2020]

Cotei, Carmen / Farhat, Joseph, 2017, The Evolution of Financing Structure in U.S. Startups, in: The Journal of Entrepreneurial Finance, 19. Jg., H. 1, Art. 4, Online: <https://digitalcommons.pepperdine.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1307&context=jef> [13.8.2021]

Crevoisier, Olivier, 2004, The Innovative Milieus Approach: Toward a Territorialized Understanding of the Economy?, in: Economic Geography, 80. Jg., H. 4, S. 367 – 379

DeepTech Future Fonds, 2021, Wir schaffen die nächste Generation Hidden Champions, <https://deeptech-future-fonds.de/> [16.9.2021]

Demary, Markus / Röhl, Klaus-Heiner, 2017, Unternehmensfinanzierung: Was sind die Gründe für die rückläufigen Börsengänge?, in: IW-Trends, 44. Jg., Nr. 4, S. 81 – 97, https://www.iwkoeln.de/fileadmin/publikationen/2017/363282/IW-Trends_2017-03-05_Demary_Roehl.pdf [16.8.2021]

Destatis – Statistisches Bundesamt, 2021, Mai 2021: 25,8 % weniger Unternehmensinsolvenzen als im Mai 2020, Pressemitteilung Nr. 376, 10.8.2021, https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2021/08/PD21_376_52411.html [18.8.2021]

Deutscher Bundestag, 2021, Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Bettina Stark-Watzinger, Christian Dürr, Markus Herbrand, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der FDP, Drucksache 19/26422, 3.2.2021, <https://dserver.bundestag.de/btd/19/264/1926422.pdf> [23.8.2021]

Engels, Barbara / Röhl, Klaus-Heiner, 2019, Start-ups und Mittelstand: Potenziale und Herausforderungen von Kooperationen, IW-Analyse, Nr. 134, https://www.iwkoeln.de/fileadmin/user_upload/Studien/IW-Analysen/PDF/2019/IW-Analyse_134_Start-ups_und_Mittelstand.pdf [25.8.2021]

Finanzen100, 2021, Die Top100 größten börsennotierten Unternehmen Deutschlands, <https://www.finanzen100.de/top100/die-grossten-borsennotierten-unternehmen-deutschlands/> [18.8.2021]

Fritsch, Michael, 2019, Entrepreneurship – Theorie, Empirie, Politik, Heidelberg

Goldstein, Murray, 2021, The Five Stages of VC Funding Explained, in: Cox Blue, <https://www.cox-blue.com/vc-funding-stages-explained/> [9.9.2021]

Harroch, Richard D. / Sullivan, Mike, 2019, Startup Financing: 5 Key Funding Options For Your Company, in: Forbes, 22.12.2019, <https://www.forbes.com/sites/allbusiness/2019/12/22/startup-financing-key-options/?sh=74773b792a84> [19.8.2021]

Heckel, Manuel, 2020, US-Investor: Loblied auf die deutsche Start-up-Szene, in: WirtschaftsWoche, 17.2.2020, <https://gruender.wiwo.de/us-investor-loblied-auf-die-deutsche-start-up-szene/> [16.8.2021]

Honold, Dirk, 2021, Wachstumsfinanzierung und Zukunftsfonds Deutschland, Präsentation, Bundesverband der Deutschen Industrie, 27. April 2021

IfM – Institut für Mittelstandsforschung Bonn, 2021, Gewerbliche Existenzgründungen und Liquidationen, https://www.ifm-bonn.org/fileadmin/data/redaktion/statistik/gruendungen-und-unternehmensschliessungen/dokumente/GewExGr_Li_D_2010-2020.pdf [20.8.2021]

KfW, 2021a, 75 Jahre Marshallplan, <https://www.kfw.de/KfW-Konzern/Newsroom/Pressematerial/Themenkompakt/Marshallplan/> [12.8.2021]

KfW, 2021b, ERP-Gründerkredit – StartGeld, [https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Unternehmen/Gr%C3%BCnden-Nachfolgen/F%C3%B6rderprodukte/ERP-Gr%C3%BCnderkredit-Startgeld-\(067\)?wt_cc1=gruendung-auf&wt_cc2=unt|gruenden-nachfolgen&wt_mc=54135434084_279045410071&wt_kw=e_54135434084_kfw%20startgeld&wt_cc3=54135434084_kwd-3380637864_279045410071](https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Unternehmen/Gr%C3%BCnden-Nachfolgen/F%C3%B6rderprodukte/ERP-Gr%C3%BCnderkredit-Startgeld-(067)?wt_cc1=gruendung-auf&wt_cc2=unt|gruenden-nachfolgen&wt_mc=54135434084_279045410071&wt_kw=e_54135434084_kfw%20startgeld&wt_cc3=54135434084_kwd-3380637864_279045410071) [19.8.2021]

KfW, 2021c, ERP-Kapital für Gründung, [https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Unternehmen/Gr%C3%BCnden-Nachfolgen/F%C3%B6rderprodukte/ERP-Kapital-f%C3%BCr-Gr%C3%BCndung-\(058\)/](https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Unternehmen/Gr%C3%BCnden-Nachfolgen/F%C3%B6rderprodukte/ERP-Kapital-f%C3%BCr-Gr%C3%BCndung-(058)/) [19.8.2021]

KfW, 2021d, Venture Tech Growth Financing, [https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Unternehmen/Innovation-Digitalisierung/F%C3%B6rderprodukte/Venture-Tech-Growth-Financing-\(851\)/](https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Unternehmen/Innovation-Digitalisierung/F%C3%B6rderprodukte/Venture-Tech-Growth-Financing-(851)/) [6.9.2021]

KfW Research, 2020, VC-Markt in Deutschland: Reif für den nächsten Entwicklungsschritt, KfW Venture Capital Studie 2020, <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Studien-und-Materialien/KfW-Venture-Capital-Studie-2020.pdf> [18.8.2021]

KfW Research, 2021, VC-Markt im Stimmungshoch: neue Bestmarken bei Klimaindikatoren, German Venture Capital Barometer 2. Quartal 2021, https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/KfW-Research/Economic-Research/Wirtschaftsindikatoren/German-Private-Equity-Barometer/PDF-Dateien/GVCB_Q2_2021.pdf?kfwnl=Research.18-08-2021.1257174 [18.8.2021]

Kollmann, Tobias / Jung, Philipp B. / Kleine-Stegemann, Lucas / Atae, Julian / de Cruppe, Katharina, 2020, Deutscher Startup Monitor 2020, https://deutscherstartupmonitor.de/wp-content/uploads/2020/09/dsm_2020.pdf [20.8.2021]

KPMG Private Enterprise, 2021, Venture Pulse Q4 2020. Global analysis of venture funding, <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2021/01/venture-pulse-q4-2020-report-global.pdf> [23.8.2021]

OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development, 2021, Venture Capital Investments Data, https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=VC_INVEST [11.8.2021]

Rödl & Partner / Bundesverband Deutsche Startups, 2021, Die Vermögensteuer – Eine Wachstumsbremse für das deutsche Startup-Ökosystem, <https://deutschestartups.org/presse/die-vermoegenssteuer-wachstumsbremse-fuer-das-deutsche-startup-oekosystem/> [31.8.2021]

Röhl, Klaus-Heiner, 2010, Der deutsche Wagniskapitalmarkt – Ansätze zur Finanzierung von Gründern und Mittelstand, IW-Position Nr. 46, https://www.iwkoeln.de/fileadmin/user_upload/Studien/IW-Analysen/PDF/Positionen/Positionen_46.pdf [11.8.2021]

Röhl, Klaus-Heiner, 2014, Venture Capital – Ein neuer Anlauf zur Erleichterung von Wagniskapitalfinanzierungen, IW-Policy Paper Nr. 6, https://www.iwkoeln.de/fileadmin/publikationen/2014/162597/Venture_Capital.pdf [12.8.2021]

Röhl, Klaus-Heiner, 2016, Unternehmensgründungen – Mehr innovative Startups durch einen Kulturwandel für Entrepreneurship?, IW Policy Paper, Nr. 2, https://www.iwkoeln.de/fileadmin/publikationen/2016/262911/Unternehmensgruendungen_IW_policy_paper.pdf [26.8.2021]

Röhl, Klaus-Heiner, 2019; Entrepreneurship: a comparative study of the interplay of culture and personality from a regional perspective, in: Journal of Small Business & Entrepreneurship, 31. Jg., H. 2, S. 119 – 139

Röhl, Klaus-Heiner, 2020a, Corona-Krise: So unterstützt die Bundesregierung den Mittelstand, IW-Kurzbericht, Nr. 49, https://www.iwkoeln.de/fileadmin/user_upload/Studien/Kurzberichte/PDF/2020/IW-Kurzbericht_2020_Unterstuetzung_Mittelstand.pdf [11.8.2021]

Röhl, Klaus-Heiner, 2020b, Corona: Droht eine Zombifizierung der deutschen Wirtschaft?, IW-Kurzbericht, Nr. 130, https://www.iwkoeln.de/fileadmin/user_upload/Studien/Kurzberichte/PDF/2020/IW-Kurzbericht_2020_Zombifizierung.pdf [16.8.2021]

Röhl, Klaus-Heiner / Engels, Barbara, 2021, Mehr Kooperation von Start-ups und Mittelstand als Chance für Digitalisierung und Innovationen, in: Wirtschaftsdienst, 101. Jg., H. 5, S. 381 – 386, <https://www.wirtschaftsdienst.eu/inhalt/jahr/2021/heft/5/beitrag/mehr-kooperation-von-start-ups-und-mittelstand-als-chance-fuer-digitalisierung-und-innovationen.html> [26.8.2021]

Röhl, Klaus-Heiner / Heuer, Leonie, 2021, Unternehmensgründungen und Wirtschaftswachstum im internationalen Vergleich – Inwieweit dienen Gründungen und Venture Capital als Wachstumstreiber?, IW-Report Nr. 44

Röhl, Klaus-Heiner / Vogt, Gerit, 2020, Unternehmensinsolvenzen: Corona-Krise verstört, in: Wirtschaftsdienst, 100. Jg., H. 5, S. 384 – 387, <https://www.wirtschaftsdienst.eu/inhalt/jahr/2020/heft/5/beitrag/unternehmensinsolvenzen-corona-krise-verstoert.html> [17.8.2021]

Scheuplein, Christoph / Görtz, Felix / Henke, Patrick, 2014, Berlins Aufstieg als Finanzzentrum für Venture Capital, Westfälische Wilhelms-Universität Münster, Institut für Geographie, Working Papers Humangeographie, H. 12

Startup Genome / Global Entrepreneurship Network (GEN), 2020, The Global Startup Ecosystem Report (GSER) 2020, <https://startupgenome.com/reports/gser2020> [30.8.2021]

startupdetector, 2020, startupdetector report 2020, in Zusammenarbeit mit statista, <https://startupdetector.de/reports/startupdetector-report-2020.pdf> [26.8.2021]

Startupgrind, 2021, The 3 Key Differences Between European vs. US Startups, <https://www.startupgrind.com/blog/the-3-key-differences-between-european-vs-us-startups/> [25.8.2021]

Sternberg, Rolf / Wallisch, Matthias / Gorynia-Pfeffer, Natalia et al., 2018, Global Entrepreneurship Monitor – Unternehmensgründungen im weltweiten Vergleich, Länderbericht Deutschland 2017/18, Eschborn

SPD / Bündnis 90/DIE GRÜNEN / FDP, 2021, Mehr Fortschritt wagen, Bündnis für Freiheit, Gerechtigkeit und Nachhaltigkeit, Koalitionsvertrag 2021 – 2025 zwischen der Sozialdemokratischen Partei Deutschlands (SPD), BÜNDNIS 90 / DIE GRÜNEN und den Freien Demokraten (FDP), <https://www.tagesschau.de/koalitionsvertrag-147.pdf> [1.12.2021]

Tagesschau, 2021, BioNTech knackt 100-Milliarden-Dollar-Marke, 5.8.2021, <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/unternehmen/biontech-boersenwert-101.html> [18.8.2021]

Volkman, Frederike, 2019, Die unterschiedlichen Finanzierungsrunden – von der Seed Stage bis zur Later Stage, in: CMS Blog, <https://www.cmshs-bloggt.de/venture-capital/die-unterschiedlichen-finanzierungsrunden-von-der-seed-stage-bis-zur-later-stage/> [8.9.2021]

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 2-1: Entwicklung der Unternehmensgründungen in Deutschland	6
Abbildung 3-1: VC-Investitionen im internationalen Vergleich.....	11
Abbildung 3-2: Unicorns: Die Länder-Verteilung der hoch bewerteten Start-ups.....	12
Abbildung 3-3: Die Verteilung der Unicorns auf die Weltregionen	13
Abbildung 4-1: Die Finanzierung von Start-ups: Instrumente, Kosten und Risiko	14
Abbildung 4-2: Wachstumsfonds Deutschland: Angestrebte Dachfonds-Lösung.....	19

Tabellenverzeichnis

Tabelle 3-1: Primäre Finanzierungen von Start-ups in Europa, USA und Asien	9
Tabelle 4-1: Die Einzelprogramme des Zukunftsfonds.....	17