

# Finanzierungsökosystem Baden-Württemberg: Analyse der Angebotsseite

## Projekt

für die L-Bank,  
Staatsbank für Baden-Württemberg

## *Das Wichtigste in Kürze*

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW),  
Mannheim

Mannheim, Februar 2016

The logo for ZEW (Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung) consists of the letters 'ZEW' in a bold, white, sans-serif font. The background of the logo is a blue vertical bar on the right side of the page, which also features a white dotted world map and three upward-trending lines in light blue, red, and yellow.

Zentrum für Europäische  
Wirtschaftsforschung GmbH

### Ansprechpartner

Jürgen Egelin (ZEW)

L 7, 1 · 68161 Mannheim

Postfach 10 34 43

68034 Mannheim

E-Mail [egelin@zew.de](mailto:egelin@zew.de)

Telefon +49 621-1235-176

Telefax +49 621-1235-170



## Untersuchungsziele

- In der Studie wird die Anbieterseite des Wagniskapitalmarktes in Deutschland und insbesondere die in Baden-Württemberg untersucht. Ermittelt wird:
  - die Anzahl der VC-Investoren und die der Portfoliounternehmen (Datenverfügbarkeit bis 2015), in die sie Wagniskapital investieren sowie
  - die Anzahl und Volumina der vorgenommenen Wagniskapitaltransaktionen (Datenverfügbarkeit bis 2014).

Sowohl die Anzahl von Investoren und Portfoliounternehmen, als auch die Anzahl und Volumina der Wagniskapitaltransaktionen werden nach Bundesländern sowie im Zeitablauf betrachtet

## Ergebnisse für Baden-Württemberg

- Im Zeitraum 2001 bis 2015 wurden ca. 60 Wagniskapitalinvestoren, die ihren Sitz in Baden-Württemberg haben, identifiziert sowie rund 600 Wagniskapitalbeteiligungen an Unternehmen mit Sitz in Baden-Württemberg. Der Anteil von VC-finanzierten Unternehmen an den Gründungen ist in Baden-Württemberg im Bundesländervergleich vergleichsweise niedrig. Da die Anzahl der Gründungen pro Erwerbsfähigem sowie die Überlebensrate der baden-württembergischen Gründungen deutlich überdurchschnittlich sind, weist dies auf Besonderheiten des Finanzierungsökosystems in Baden-Württemberg hin.
- Für die letzten 5 Jahre ist ein steigender Trend des Volumens der Wagniskapitalinvestitionen in baden-württembergische Unternehmen zu verzeichnen. Dabei wurde 2014 der Vorkrisenhöchstwert an Wagniskapitalinvestitionsvolumen übertroffen. Dies gelang trotz einer geringfügig gesunkenen Anzahl von Transaktionen, weil eine Verschiebung hin zu größeren Transaktionen zu verzeichnen war. Auch in Baden-Württemberg sind Ko-Investitionen mehrerer Typen von Investoren in den letzten Jahren wichtiger geworden.
- In Baden-Württemberg (BW) wird im Bundesländervergleich ein deutlich geringerer Anteil der Gründungen VC-finanziert als in Bayern (BY) oder Berlin (BE), aber auch ein etwas niedrigerer als in den meisten übrigen Bundesländern (Alle Branchen: BW 0,1%, BY 0,2%, BE 0,5%). Dies gilt auch für die einzelnen Branchengruppen (Hightech-Industrie: BW 1,0%, BY 2,1%, BE 3,5%; Hightech-Dienstleistungen: BW 0,6%, BY 1,2%, BE 2,9%; Software: BW 0,8%, BY 1,6%, BE 3,6%). Da die Anzahl der Gründungen sowie die Überlebensrate der baden-württembergischen Gründungen deutlich überdurchschnittlich sind, weist dies auf Besonderheiten des Finanzierungsökosystems in Baden-Württemberg hin. Aufgrund der vorliegenden Daten kann jedoch nicht entschieden werden, ob alternative Finanzierungsmöglichkeiten in diesen Bundesländern schwieriger zu erhalten sind als in Baden-Württemberg oder ob die Bereitschaft der jungen Unternehmen Anteile und damit Mitspracherechte abzugeben in Baden-Württemberg besonders schwach ausgeprägt ist.

## Generelle Ergebnisse

### Wagniskapitalinvestoren und Portfoliounternehmen

- Für den Zeitraum 2001 bis 2015 konnten insgesamt 573 Wagniskapital-Anbieter identifiziert werden, die in Unternehmen in Deutschland investiert haben. Zwei Drittel von ihnen sind renditeorientierte private VC, ein Viertel öffentliche VC (einschließlich der in Kooperation von Staat und Privatwirtschaft gemeinsamen finanzierten VC und der VC gemeinnütziger Einrichtungen) und der Rest Corporate VC. Rund 15% der in Deutschland seit 2001 aktiven privaten VC und etwa 10% der Corporate VC haben ihren Sitz im Ausland.
- Diese Anbieter haben von 2001 bis 2015 ca. 7.800 Wagniskapitalbeteiligungen gehalten. Rund 1.600 Beteiligungen entfallen dabei auf Bayern, je 1.300 auf NRW und Berlin und etwa 600 auf baden-württembergische Unternehmen. Dabei wurden zwischen einem Drittel und rund der Hälfte der VC-Investitionsfälle, die in einem Bundesland seit 2001 vorkamen, von Investoren mit Sitz in einem anderen Bundesland oder im Ausland getätigt. Für die Verfügbarkeit von Risikokapital für die Unternehmen eines Landes ist also nicht nur die Verfügbarkeit eines entsprechenden Angebots in dem Bundesland selbst ausschlaggebend. Dies gilt umso mehr, als dass gerade öffentliche VC der Bundesländer in aller Regel nur in ihrem Herkunftsbundesland investieren.
- Die Investitionsentscheidungen der VC-Anbieter sind am Verhalten und den Merkmalen der einzelnen Unternehmen orientiert, nicht am durchschnittlichen Verhalten der jeweiligen Branche. So waren „nur“ rund 45% der Investitionsfälle privater VC in den Jahren 2001 bis 2015 an Unternehmen der Hightech-Branchen adressiert, bei den CVC sogar nur 35%. Aber mehr als 60% der von öffentlichen VC getätigten Investitionsfälle in den betrachteten Jahren waren Investitionen in Unternehmen der Hightech-Branchen. Beteiligungen öffentlicher VC-Geber fokussieren stärker als renditeorientierte VC auf Hightech-Unternehmen und sind über ihre Förderrichtlinien z.T. sogar auf die der Hightech-Branchen limitiert.

### Transaktionen und Investitionsvolumina

- Ausgangspunkt dieser Analysen sind die einzelnen Transaktionen durch die VC-Unternehmen und ihre Ko-Investoren Anteile an jungen Unternehmen erwerben. Deutlich wird bei der Analyse der Transaktionen, dass neben den eigentlichen Risikokapital-Unternehmen eine ganze Reihe weitere Akteure als Quelle für Risikokapital zu betrachten sind. Allerdings erlaubt die hier verwendete Datenbasis keine Rückschlüsse auf die relative Größenordnung der von diesen Ko-Investoren aufgebrauchten Mittel, da in der Regel keine Angaben über die Aufteilung der Gesamtinvestitionssummen auf die einzelnen Investoren verfügbar sind.
- Für die letzten 5 Jahre ist ein deutlicher Anstieg des Volumens der Wagniskapitalinvestitionen in deutsche Unternehmen zu verzeichnen. Gerade am aktuellen Rand deuten die hochgerechneten Transaktionsvolumina eine deutliche Aufwärtsentwicklung der aggregierten Investitionssumme an. Dieser Trend steht im Gegensatz zu der Entwicklung, die aus den Daten des Branchenverbandes BVK resultiert.

- Diese Zunahme der Transaktionsvolumina ist weitgehend auf die in Unternehmen mit Standort in Berlin geflossenen Investitionen zurückzuführen. 2013 und 2014 wurde über 1 Mrd. mehr Wagniskapital in Berliner Unternehmen investiert als 2011 und 2012 und 1,7 Mrd. Euro mehr als in den Krisenjahren 2009 und 2010.
- Aber auch die Transaktionsvolumina, die in Unternehmen in Baden-Württemberg fließen, verzeichnen eine steigende Tendenz. So konnte Baden-Württemberg (wie sonst nur Berlin) einen Anstieg der Wagniskapital-Investitionsvolumina über den Vorkrisen-Höchstwert verzeichnen. Dafür sind vornehmlich die Verschiebungen hin zu mittelgroßen Investitionen verantwortlich, während gleichzeitig ein leichter Rückgang der Anzahl der Transaktionen zu beobachten ist.
- Die Bedeutung von Einzelinvestitionen (d.h. von Transaktionen mit nur einem Investor, ohne Ko-Investoren), sowohl öffentlicher als auch privater Anbieter, ist deutlich gesunken. Dies gilt im Besonderen für rein private Investitionen in den großen Flächenländern. Die Transaktionen werden häufiger von mehreren Investoren aus ganz unterschiedlichen Typen von Beteiligungsgebern durchgeführt. So sind in jüngerer Zeit auch für Wagniskapitalinvestitionen eigentlich nicht „typische“ Anbieter aktiv.
- Die höhere Bedeutung von Ko-Investitionen bei einer gleichbleibenden Bedeutung öffentlicher Aktivität spricht für eine verbesserte Signalwirkung öffentlicher Investitionen (Crowding-In), vor allen Dingen in den großen Flächenländern. In Berlin geht der starke Anstieg an VC-Investments eher als in den anderen Bundesländern auf Ko-Investments privater Akteure (renditeorientierte VC und CVC/ Etablierte Unternehmen) zurück.

## Handlungsansätze

- Auf der Basis einer isolierten Betrachtung der Angebotsseite des Risikokapitalmarktes können natürlich nur begrenzt wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen gezogen werden. So ist nicht klar, ob im Verhältnis zur (potenziellen) Nachfrage nach VC-Finanzierungen, das für baden-württembergische Unternehmen verfügbare Finanzierungsvolumen zu klein, zu hoch oder gerade ausreichend ist.
- Diese Einschränkung der Analyse vorausgeschickt, kann man folgende Bewertungen vornehmen:
  - Einerseits wurden die Rahmenbedingungen für kleine VC-Deals in den letzten Jahren im Bund und in den Ländern verbessert. Andererseits konnte – mit Ausnahme von Berlin und Bayern – nicht verhindert werden, dass die Anzahl der Deals im Zeitraum 2010 bis 2014 niedriger liegt als im Zeitraum 2005-2009.
  - Dabei war der Rückgang in Baden-Württemberg deutlich stärker als in den anderen betrachteten Bundesländern und beschränkte sich nicht nur auf Deals mit einem Volumen von unter 1,5 Mio. €, sondern war – entgegen dem allgemeinen Trend – auch bei Deals zwischen 1.5 und 5 Mio. € zu beobachten.
- Diese Entwicklung der Größenstruktur lässt es angebracht erscheinen, trotz der vorgenommenen Verbesserungen zu überlegen, inwieweit nicht stärker Landesmittel dafür eingesetzt werden können, die Attraktivität für kleinere Investments in baden-

württembergische Unternehmen zu stärken. Zumindest sollte auch die weitere Entwicklung sorgsam beobachtet werden und analysiert werden, welche Effekte die angestoßenen Entwicklungen auf Landes- und auf Bundesebene in Baden-Württemberg entfalten.

- Trotz der erfreulichen Entwicklung bezüglich größerer VC-Deals wird von Experten darauf verwiesen, dass es ein unzureichendes Angebot für größere VC-Investments in Baden-Württemberg gibt, wie auch in den meisten anderen Regionen in Deutschland.
- Gleichzeitig wird jedoch auch betont, dass die direkten Eingriffsmöglichkeiten der öffentlichen Hand zur Förderung des großen Finanzbedarfs in ausgewählten Branchen (wie z.B. Biotechnologie) bzw. bei spezifischen Geschäftsmodellen eng begrenzt sind. Hier wünschen sich die Experten im Wesentlichen den Einsatz steuerlicher Instrumente zur Verbesserung der Anreize, in VC-Fonds zu investieren. Zu nennen wären hier eine einkommenssteuermindernde Anlage in VC-Fonds (eventuell mit Fokus auf bestimmte Industrien oder Technologien), die Verringerung der Besteuerung von Veräußerungserlösen, die Begrenzung des Untergangs von Verlustvorträgen oder erweiterte Verrechnungsmöglichkeiten von Verlusten aus VC-Investitionen. Hier wäre die Landesregierung aufgefordert, sich aktiv in die wirtschaftspolitische Diskussion zur Verbesserung der steuerlichen Rahmenbedingung für Anlagen in VC einzubringen. Aber auch die Verbesserung von Kontaktmöglichkeiten von Unternehmen und Investoren oder die Unterstützung von VC- oder Business-Angel-Netzwerken ist in Betracht zu ziehen.
- Allerdings sollte auch davor gewarnt werden, dass Verbesserungen der Anlagebedingungen dazu führen können, dass wenig erfahrene Investoren in den VC-Markt gelockt werden. Verluste sind eine „natürliche“ Begleiterscheinung von VC-Investitionen. „Naive“ Anleger können durchaus ein massives Investitionshindernis darstellen, wenn durch sie Schwierigkeit bei der Staffelübergabe zwischen Investitionsrunden, die mit einer Neubewertung des Unternehmenswerts einhergehen, anstehen.

## **Methodik der Untersuchung**

### **Wagniskapitalinvestoren und Portfoliounternehmen**

- Auf der Basis des Mannheimer Unternehmenspanels des ZEW wurden offene Beteiligungen von Risikokapitalgebern im Zeitraum 2001-2014 identifiziert.
- Durch die systematische Untersuchung der zu diesen Beteiligungsunternehmen verfügbaren Informationen im MUP, im Internet und in sonstigen Quellen wurde für diese Unternehmen überprüft, inwieweit sie dem formalen Risikokapitalmarkt in Deutschland tatsächlich zugeordnet werden können.
- Diese Analyse umfasst nur den sichtbaren Teil der Wagniskapitalinvestitionen – das sind die mit offenen Beteiligungen – stille Beteiligungen können nicht identifiziert werden. Mithin werden auch Investoren, die ausschließlich über stille Beteiligungen an Unternehmen beteiligt sind, nicht erkannt.

### **Transaktionen und Investitionsvolumina**

- Darüber wurden die in den beiden Transaktionsdatenbanken Majunke und Zephyr enthaltenen Risikokapitaltransaktionen identifiziert und abgeglichen. Eingang in die Untersuchung fanden nur solche Transaktionen, die zum Erwerb von Minderheitsbeteiligungen (höchstens 50%) an Unternehmen, die selbst keine Unternehmensbeteiligungsgesellschaft sind, geführt haben. Zudem wurden nur solche Transaktionen ausgewählt, an denen mindestens eine in Deutschland aktive Beteiligungsgesellschaft beteiligt war.