

# Zukunftsfonds Statusbericht 2024

Erstellt im Auftrag des Bundes

Bank aus Verantwortung

**KFW**

## **Impressum**

KfW Bankengruppe  
Palmengartenstraße 5-9  
60325 Frankfurt am Main  
Telefon 069 7431-0  
[www.kfw.de](http://www.kfw.de)

Ansprechpartner  
Dr. Steffen Viete  
Telefon 069 7431-68019

Autoren  
Dr. Georg Metzger  
Telefon 069 7431-9717  
Dr. Steffen Viete  
Telefon 069 7431-68019  
unter Mitarbeit von  
Fabian Oschwald

# Inhaltsverzeichnis

<b>Management Summary .....</b>	<b>1</b>
<b>1. Der Zukunftsfonds .....</b>	<b>5</b>
1.1 Hintergrund und Zielsetzung.....	5
1.2 Bausteine und Mandatare.....	5
1.2.1 KfW Capital.....	7
1.2.2 Europäischer Investitionsfonds (EIF).....	11
1.2.3 KfW .....	11
1.2.4 DeepTech & Climate Fonds (DTCF) .....	12
1.2.5 High-Tech Gründerfonds (HTGF).....	12
1.3 Berichterstattung zum Zukunftsfonds im Rahmen des Statusberichts.....	13
<b>2. Der deutsche Venture Capital-Markt.....</b>	<b>17</b>
2.1 Volkswirtschaftliche Bedeutung von Start-ups und Venture Capital .....	17
2.2 Entwicklung und Status Quo des deutschen VC-Markts .....	19
2.3 Fundraising und Fonds .....	22
2.4 Venture Debt als zunehmend wichtiger Teil im Finanzierungsmix von Start-ups .....	24
2.5 Exits .....	25
2.6 Technologiebereiche.....	26
2.7 Nachhaltigkeit .....	27
<b>3. Ziele des Zukunftsfonds und Herausforderungen im deutschen VC-Markt.....</b>	<b>31</b>
3.1 Reduktion von Finanzierungslücken im Bereich großvolumiger und längerfristiger Anschluss- und Wachstumsfinanzierungen .....	31
3.2 Mobilisierung institutioneller Investoren für Investitionen in den VC-Markt.....	32
3.3 Berücksichtigung von ESG-Kriterien .....	33
<b>4. Umsetzungsstand des Zukunftsfonds .....</b>	<b>35</b>
4.1 Gesamtsicht auf den Zukunftsfonds .....	35
4.2 Detailbetrachtung Fondsebene.....	36
4.3 Detailbetrachtung Unternehmens-Ebene .....	39
4.4 Die Sicht von Stakeholdern auf den Zukunftsfonds.....	41
<b>5. Umsetzungsstand der Bausteine.....</b>	<b>45</b>
5.1 German Future Fund EIF Wachstumsfazilität .....	45
5.2 ERP-Zukunftsfonds Wachstumsfazilität.....	50
5.3 Venture Tech Growth Financing .....	55

**Anhang .....59**

A. Datenquellen zum Venture Capital-Markt..... 59  
 B. Vorgehensweise bei der Berechnung mobilisierten privaten Kapitals..... 59

**Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Stilisierte Beziehung zwischen der Gesamtperformance des WFD und der Rendite der drei Anlageoptionen in den WFD ..... 10  
 Abbildung 2: Förderansätze im Zukunftsfonds über Intermediäre und direkte Unternehmensfinanzierung..... 14  
 Abbildung 3: Zeitlicher Verlauf des Lebenszyklus von VC-Fonds..... 15  
 Abbildung 4: VC-Märkte in USA und im UK gemessen am BIP mehr als 3-mal so groß ..... 20  
 Abbildung 5: VC-Markt in den USA ist vor allem im Scale-up-Segment deutlich größer..... 20  
 Abbildung 6: Lücke zu internationalen Peers - seit 2 Jahren auch zu Frankreich ..... 20  
 Abbildung 7: Volumen der VC-Deals in Deutschland sind deutlich gestiegen..... 21  
 Abbildung 8: Je größer die VC-Deals, desto größer der Anteil ausländischer Investoren..... 22  
 Abbildung 9: Final Closings spiegeln Wachstum der Assetklasse "VC" wider – widrige Marktbedingungen zuletzt sichtbar..... 22  
 Abbildung 10: Niveau des VC-Fundraisingklimas Ende 2023 so schlecht wie zur Finanzkrise ..... 23  
 Abbildung 11: Institutionelle Investoren haben nur kleinen Anteil am Fundraising deutscher VC-Fonds ..... 23  
 Abbildung 12: In den USA mehr Mittel bei Fonds mit Investmentfokus auf den Wachstumsbereich ..... 24  
 Abbildung 13: In den USA ist in großen Fonds anteilig mehr Kapital als in Deutschland und Europa..... 24  
 Abbildung 14: Venture Debt-Deals in Deutschland und Europa noch selten aber zunehmend ..... 25  
 Abbildung 15: Exitklima so schlecht wie zur Finanzkrise ..... 26  
 Abbildung 16: Trade-sales dominieren Exits, IPOs VC-finanzierter deutscher Start-ups selten ..... 26  
 Abbildung 17: Fintech-Start-ups konnten das meiste VC einwerben..... 27  
 Abbildung 18: SFDR-Artikel 8 und 9 spielen für Beteiligungsgesellschaften wichtige Rolle ..... 27  
 Abbildung 19: Persistentes Gender Funding Gap im deutschen VC-Markt..... 28  
 Abbildung 20: Die (deutsche) VC-Branche ist stark männlich geprägt..... 29  
 Abbildung 21: Die Bausteine des Zukunftsfonds sind sukzessive angelaufen ..... 35  
 Abbildung 22: Der Zukunftsfonds hat bis Ende 2023 rund 12,1 Mrd. EUR privates Kapital mobilisiert..... 36  
 Abbildung 23: Fondszusagen der Zukunftsfonds-Bausteine haben Fahrt aufgenommen..... 36  
 Abbildung 24: Großteil der Fonds im Zukunftsfonds gehört zu jüngeren Vintages ab 2022 ..... 37  
 Abbildung 25: Fokus der Fondsbeteiligungen des Zukunftsfonds auf Growth-Fonds ..... 37  
 Abbildung 26: Fonds im Zukunftsfonds-Portfolio überwiegend mit Volumen ab 250 Mio. EUR ..... 38  
 Abbildung 27: Fonds im Zukunftsfonds-Portfolio mit Schwerpunkt im Bereich ICT ..... 38  
 Abbildung 28: Rechtlicher Sitz der Fonds im Zukunftsfonds-Portfolio überwiegend in Deutschland und Luxemburg..... 39  
 Abbildung 29: Fonds im Zukunftsfondsportfolio überwiegend nach SFDR-Artikel 8 klassifiziert..... 39  
 Abbildung 30: Die Hälfte der Fonds mit mindestens einer Frau auf Partner-Ebene..... 39

Abbildung 31:	14 % aller Personen auf Partner-Ebene im Portfolio des Zukunftsfonds sind weiblich .....	39
Abbildung 32:	Portfolio der finanzierten Unternehmen im Zukunftsfonds wächst sukzessive an .....	40
Abbildung 33:	Mithilfe des Zukunftsfonds wurden 142 deutsche Unternehmen finanziert, die insgesamt über 2 Mrd. EUR erhielten .....	41
Abbildung 34:	Zukunftsfonds finanzierte Wachstumsunternehmen haben breites Sektorenspektrum – Schwerpunkte auf Gesundheit und Fintech .....	41
Abbildung 35:	Indirekte Mobilisierung privaten Kapitals durch Zusagen der GFF EIF WF .....	46
Abbildung 36:	Phasenverteilung der GFF EIF WF-finanzierten Fonds .....	46
Abbildung 37:	Größenverteilung der GFF EIF WF-finanzierten Fonds .....	47
Abbildung 38:	Standortverteilung der GFF EIF WF-finanzierten Fonds .....	47
Abbildung 39:	GFF EIF WF – Standortverteilung der finanzierten Start-ups .....	48
Abbildung 40:	Sektorenverteilung der GFF EIF WF-finanzierten Fonds .....	48
Abbildung 41:	GFF EIF WF – Sektorenverteilung der finanzierten Start-ups .....	49
Abbildung 42:	GFF EIF WF – Sektorenverteilung der finanzierten Start-ups im Marktvergleich .....	49
Abbildung 43:	SFDR-Einstufungen der GFF EIF WF-finanzierten Fonds .....	49
Abbildung 44:	GFF EIF WF-finanzierte Fonds mit und ohne mindestens einer Frau auf GP-Ebene .....	50
Abbildung 45:	Geschlechterverteilung auf GP-Ebene der GFF EIF WF-finanzierten Fonds .....	50
Abbildung 46:	Indirekte Mobilisierung privaten Kapitals durch Zusagen der ERP-ZF WF .....	51
Abbildung 47:	Phasenverteilung der ERP-ZF WF-finanzierten Fonds .....	51
Abbildung 48:	Größenverteilung der ERP-ZF WF-finanzierten Fonds .....	51
Abbildung 49:	Standortverteilung der ERP-ZF WF-finanzierten Fonds .....	52
Abbildung 50:	Standortverteilung der finanzierten Start-ups der ERP-ZF WF .....	52
Abbildung 51:	Sektorenverteilung der ERP-ZF WF-finanzierten Fonds .....	53
Abbildung 52:	ERP-ZF WF – Sektorenverteilung der finanzierten Start-ups .....	53
Abbildung 53:	ERP-ZF WF – Sektorenverteilung der finanzierten Start-ups im Marktvergleich .....	54
Abbildung 54:	SFDR-Einstufungen der ERP-ZF WF-finanzierten Fonds .....	54
Abbildung 55:	ERP-ZF WF-finanzierte Fonds mit und ohne mindestens einer Frau auf GP-Ebene .....	54
Abbildung 56:	Geschlechterverteilung auf GP-Ebene der ERP-ZF WF-finanzierten Fonds .....	54
Abbildung 57:	Entwicklung der Interessensbekundungen für eine VTGF-Finanzierung .....	55
Abbildung 58:	Entwicklung der Anzahl an Intermediären mit Anfragen für Ko-Finanzierung durch den VTGF ....	56
Abbildung 59:	Indirekte Mobilisierung privater Kreditgeber durch den VTGF .....	56
Abbildung 60:	Realisierte Transaktionen nach Mittelherkunft VTGF 1.0 und 2.0 .....	57
Abbildung 61:	Finanzierungspartner des VTGF nach Herkunftsland .....	57
Abbildung 62:	Anzahl der VTGF-Finanzierungen nach Finanzierungsanlass .....	57
Abbildung 63:	VTGF-Portfolio Ende 2023 .....	58

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Zukunftsfonds-Bausteine zum Stichtag 31.12.2023 im Überblick .....	1
Tabelle 2: Aktive und geplante Bausteine des Zukunftsfonds im Überblick .....	6
Tabelle 3: Eckdaten des Zukunftsfonds zum Stand 31.12.2023 .....	35
Tabelle 4: Eckdaten der Fondsbeteiligungen des Zukunftsfonds zum 31.12.2023 .....	37
Tabelle 5: Zukunftsfonds-Bausteine bis zum 31.12.2023 an 472 Unternehmensfinanzierungen beteiligt.....	40
Tabelle 6: Eckdaten der Bausteine zum 31.12.2023 .....	45
Tabelle 7: Eckdaten der German Future Fund EIF Wachstumsfazilität zum 31.12.2023 .....	45
Tabelle 8: Eckdaten der ERP-Zukunftsfonds Wachstumsfazilität zum 31.12.2023.....	50
Tabelle 9: Eckdaten des VTGF zum 31.12.2023.....	56

## Boxenverzeichnis

Box 1: Geschäftsmodell von VC-Fonds .....	6
Box 2: Wachstumsfonds Deutschland .....	9
Box 3: Additionalität staatlicher Förderung .....	18

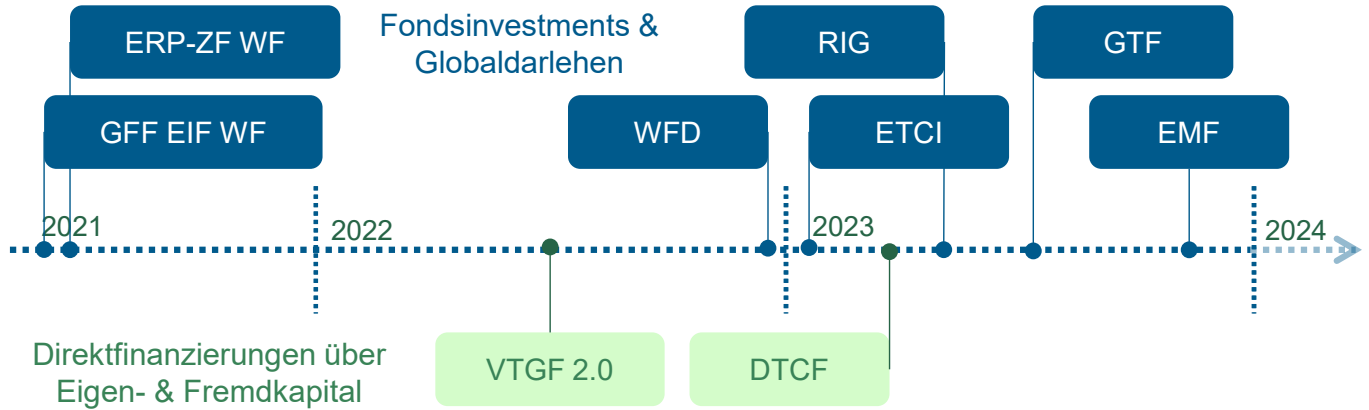
## Abkürzungsverzeichnis

BIP	Bruttoinlandsprodukt	GP	General Partner
BMF	Bundesministerium der Finanzen	GTF	Green Transition Facility
BMWK	Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz (vor dem 8. Dezember 2021 Bundesministerium für Wirtschaft und Energie)	HTGF	High-Tech Gründerfonds
		KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
BVDS	Bundesverband Deutscher Start-ups	KPI	Key Performance Indicator
BVK	Bundesverband Beteiligungskapital	ICT	Information and Communication Technologies
DPI	Distributed to Paid-In Capital	IPO	Initial Public Offering
DTCF	DeepTech & Climate Fonds	L-Bank	Landeskreditbank Baden-Württemberg
EIB	Europäische Investitionsbank	LFI	Landesförderinstitut
EIF	Europäischer Investitionsfonds	LP	Limited Partner
EMF	Emerging Manager Facility	NVCA	National Venture Capital Association
ERP	European Recovery Program („Marshallplanhilfe“ für den Wiederaufbau der deutschen Wirtschaft nach dem 2. Weltkrieg)	RIG	RegioInnoGrowth
		SAV	Special Account-Vehikel
ERP-SV	ERP-Sondervermögen	SFDR	Sustainable Finance Disclosure Regulation
ERP-ZF WF	ERP-Zukunftsfonds Wachstumsfazilität	UK	United Kingdom
ESG	Environmental, Social, Governance	USA	United States of America
ETCI	European Tech Champions Initiative	VC	Venture Capital
EU	Europäische Union	VD	Venture Debt
EUR	Euro	VTGF	Venture Tech Growth Financing
EZB	Europäische Zentralbank	WFD	Wachstumsfonds Deutschland
FuE	Forschung und Entwicklung		
GFF EIF WF	German Future Fund EIF Wachstumsfazilität		

## Eckdaten des Zukunftsfonds zum 31.12.2023

### Zukunftsfonds ist modular aufgebaut

Bis Ende 2023 gestartete Bausteine



### Mittelausstattung

der gestarteten Bausteine für Zusagen bis Ende 2030



**12,5** Mrd. EUR

Die bis Ende 2023 gestarteten Bausteine des Zukunftsfonds wurden bis zum Stichtag **mit Finanzmitteln in Höhe von 12,5 Mrd. EUR ausgestattet**, die bis Ende 2030 zugesagt werden können. Von Bund, KfW, ERP-SV und EIB-Gruppe wurden rund 10 Mrd. EUR bereitgestellt, von privaten Investoren rund 0,7 Mrd. EUR und von fünf weiteren EU-Mitgliedsstaaten rund 1,8 Mrd. EUR.

### Mittelzusagen

der gestarteten Bausteine bis Ende 2023



**3,3** Mrd. EUR

Von den verfügbaren Mitteln haben die Bausteine des Zukunftsfonds **in den ersten drei Jahren rund 3,3 Mrd. EUR** an Fonds, Landesförderinstitute und Unternehmen **zugesagt**. Dabei belaufen sich **Zusagen an Intermediäre** (Fonds und LFI) auf rund 3,1 Mrd. EUR. **Zusagen direkt an Unternehmen** machten rund 0,2 Mrd. EUR aus.

### Mittleinsatz

zur Finanzierung von Unternehmen durch bis Ende 2023 abgerufene Mittelzusagen



**0,8** Mrd. EUR

Von den gesamten Zusagen wurden **bis Ende 2023 780 Mio. EUR** für die Finanzierung von Unternehmen durch **Mittelabrufe** der Intermediäre und durch Direktfinanzierungen eingesetzt.



## Dealvolumen

der Finanzierungen deutscher Unternehmen bis Ende 2023



**2,1** Mrd. EUR

Der Zukunftsfonds hat in seinen ersten drei Jahren zusammen mit seinen Ko-Investoren zur Finanzierung von **142 Wachstumsunternehmen mit Hauptsitz in Deutschland** beigetragen, die so insgesamt **rund 2,1 Mrd. EUR** erhielten. Mit einem **Faktor von 2,6** ist das deutlich mehr als das Doppelte der 780 Mio. EUR an Abrufen aus den Mitteln des Zukunftsfonds.

## Finanzierte Unternehmen

direkt durch Bausteine des Zukunftsfonds und indirekt durch Intermediäre bis Ende 2023



**458**

Insgesamt hat der Zukunftsfonds in seinen ersten drei Jahren zusammen mit seinen internationalen Ko-Investoren Finanzierungen von **458 Start-ups und Wachstumsunternehmen** mit einem gesamten Dealvolumen in Höhe von **rund 7,1 Mrd. EUR** ermöglicht.

## Fondsbeteiligungen

zur Förderung des VC-Ökosystems bis Ende 2023



**21,5** Mrd. EUR

Mit rund 2,5 Mrd. EUR Fondsinvestments hat der Zukunftsfonds zusammen mit seinen öffentlichen und privaten Ko-Investoren zum Entstehen von **52 VC-Fonds** mit einem bis Ende 2023 gesicherten Gesamtfondsvolumen von **21,5 Mrd. EUR** beigetragen.

## Mobilisierung privaten Kapitals

durch die gestarteten Bausteine bis Ende 2023



**12,1** Mrd. EUR

Den Zusagen des Zukunftsfonds kann direkt oder indirekt die **Mobilisierung von 12,1 Mrd. EUR privater Mittel** zugeordnet werden. Der Großteil davon kommt durch private Ko-Investitionen bei den Fondsbeteiligungen des Zukunftsfonds zustande.

Quelle: Monitoringdaten der Mandatäre, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.



# Management Summary

Mit neuen Technologien und Geschäftsmodellen fordern Start-ups etablierte Unternehmen auf bestehenden Märkten heraus. Sie schaffen neue Märkte und eröffnen sich damit Nachfragepotenziale, die sie durch schnelles Wachstum heben wollen. Innovative Wachstumsunternehmen leisten so einen wichtigen Beitrag zur Transformation von Wirtschaft und Gesellschaft und zur Schaffung zukunftsorientierter Arbeitsplätze. Sie bilden damit die Grundlagen zur Sicherung des Wohlstands in Volkswirtschaften. Um diese Funktion für Deutschland und Europa erfüllen zu können, brauchen die Wachstumsunternehmen aber die passenden Wagnisfinanzierungen in Form von Venture Capital (VC) und Venture Debt (VD).

In den vergangenen Jahren hat sich in Deutschland ein vitales Ökosystem für Wachstumsunternehmen entwickelt. Gleichzeitig ist der Wagniskapitalmarkt deutlich gewachsen und hat sich zusehends professionalisiert. Trotz dieser positiven Entwicklungsschritte ist ein Rückstand auf Benchmarks wie die USA oder das Vereinigte Königreich (UK) festzustellen. Dieser zeigt sich insbesondere in einer Schwäche bei der Finanzierung der kapitalintensiven Skalierungsphase von Wachstumsunternehmen. Zur Stärkung Deutschlands als Standort für Wachstumsunternehmen hat die Bundesregierung 2021 den „Zukunftsfonds“ ins Leben gerufen.

„Zukunftsfonds“ ist die Bezeichnung für ein Maßnahmenpaket aus verschiedenen Finanzierungsinstrumenten, die den unterschiedlichen Finanzierungsbedarfen von Unternehmen in den verschiedenen Phasen ihrer Wachstumsentwicklung Rechnung tragen. Der Zukunftsfonds besteht daher aus zielspezifischen Bausteinen. Die Bausteine wurden sukzessive konzipiert, initiiert und durch unterschiedliche Mandatare umgesetzt. Sie sind meist für einen Zusagezeitraum bis Ende des Jahres 2030 ausgelegt. Aktuell sind fünf Mandatare mit folgenden zehn Bausteinen aktiv:

- KfW Capital mit der ERP-Zukunftsfonds Wachstumsfazilität (ERP-ZF WF), der Emerging Manager Facility (EMF), der Green Transition Facility (GTF) und dem Wachstumsfonds Deutschland (WFD).
- EIF mit den Bausteinen German Future Fund EIF Wachstumsfazilität (GFF EIF WF) und European Tech Champions Initiative (ETCI).
- KfW mit den Bausteinen Venture Tech Growth Financing (VTGF) und RegioInnoGrowth (RIG).

- HTGF mit dem Baustein HTGF Opportunity.
- DeepTech & Climate Fonds (DTCF), zugleich Mandatar und Baustein.

Die Mittelausstattung der Bausteine kann durch den Bund verändert werden. Die Entscheidung über mögliche Reallokationen basiert auf Überprüfungen des Zukunftsfonds, die mindestens alle drei Jahre stattfinden. Mit dem „Zukunftsfonds Statusbericht 2024“ legt KfW Research die inhaltliche Grundlage für die erste Überprüfung vor. Der Statusbericht beinhaltet (1) eine gesamthafte Darstellung aller unter dem Dach des Zukunftsfonds aktiven Bausteine und Maßnahmen, (2) eine Analyse des deutschen VC-Markts, (3) den Abgleich der Ziele des Zukunftsfonds mit den Herausforderungen im deutschen VC-Markt, (4) einen gesamtartigen Überblick über die Aktivitäten des Zukunftsfonds im Aggregat sowie (5) einen Überblick über den Stand einzelner Bausteine. Als Stichtag des Statusberichts 2024 wurde mit dem 31.12.2023 der aktuellste Zeitpunkt gewählt, für den eine erste Berichtserstellung aufgrund der marktüblichen Reportingfristen für Intermediäre möglich war.

**Tabelle 1: Zukunftsfonds-Bausteine zum Stichtag 31.12.2023 im Überblick**

Bausteine (Volumen in Mio. EUR)	Start	Mittelausstattung <sup>a</sup>	Zusagen <sup>b</sup>	Abrufe <sup>c</sup>	Übrige Mittel <sup>d</sup>
<b>Indirekte Investments (Fonds / Globaldarlehen)</b>					
ERP-ZF WF (Modul 1a)	2021	2.000	537	107	1.463
GFF EIF WF	2021	3.263	1.315	399	1.948
WFD <sup>e</sup>	2022	1.010	290	41	721
ETCI <sup>f</sup>	2023	3.250	884	25	2.366
GTF	2023	100	44	4	56
RIG	2023	450	44	10	407
EMF	2023	200	0	0	200
<b>Direktfinanzierungen (Debt / Equity)</b>					
VTGF 2.0	2022	1.216	171	171	1.045
DTCF	2023	1.000	24	24	976
<b>Zukunftsfonds insgesamt</b>	2021	12.489	3.308	780	9.181

<sup>a</sup> Den Bausteinen durch öffentliche und private Investoren zur Verfügung gestellte Mittel. <sup>b</sup> Zusagen der Bausteine an Intermediäre (private Fonds und LFI) und direkt an Start-ups (VTGF 2.0 und DTCF). <sup>c</sup> Abrufe zugesagter Mittel durch Intermediäre zur Finanzierung von Start-ups bzw. bei Direktfinanzierungen durch die Start-ups. <sup>d</sup> Übrige, für weitere Zusagen zur Verfügung stehende Mittel. <sup>e</sup> Mittelausstattung im WFD aus öffentlicher Mittelausstattung und Beteiligungen privater Investoren. <sup>f</sup> Mittelausstattung in der ETCI aus öffentlichen Mitteln der Partnerländer (Deutschland, Frankreich, Spanien, Italien, Belgien, Niederlande) und der EIB-Gruppe.

Quelle: Monitoringdaten der Mandatare, eigene Berechnungen von KfW Research.

Die ersten Bausteine des Zukunftsfonds starteten unmittelbar im Jahr 2021 und werden in der Regel bis Ende 2030 aktiv investieren (Tabelle 1). Der Zukunftsfonds befindet sich somit zum Stichtag insgesamt noch in einem sehr frühen Stadium. Die Analysen im Zukunftsfonds Statusbericht 2024 leisten daher eine ausführliche Darstellung der bisherigen Aktivitäten einschließlich der bisherigen Inputs und Outputs der bis zum Stichtag gestarteten Bausteine. Wirkungsanalysen werden dagegen erst zu einem späteren Zeitpunkt möglich sein. Der modulare Aufbau des Zukunftsfonds mit zielspezifischen Bausteinen ist darauf ausgelegt, die jeweiligen Schwächen des deutschen und europäischen Wagniskapitalmarkts problemadäquat zu adressieren. Dementsprechend komplex ist der Zukunftsfonds als Gesamtkonstrukt. Es ist daher sinnvoll, bei zukünftig anstehenden Wirkungsanalysen nicht den Zukunftsfonds als Ganzes in den Blick zu nehmen, sondern insbesondere Evaluationen der Förderwirkung auf der Bausteinebene separat durchzuführen.

Aufgrund des frühen Zeitpunkts des ersten Statusberichts sind alle Ergebnisse als Zwischenergebnisse zu betrachten. Die Portfolien sowohl der Bausteine des Zukunftsfonds als auch der Intermediäre befinden sich noch im Aufbau. Die dargelegten Strukturen werden sich daher im Lauf der Zeit noch ändern.

**Aus der vorliegenden Analyse ergeben sich für den Zukunftsfonds insgesamt folgende Kernaussagen:**

1. Die Hauptziele des Zukunftsfonds adressieren zwei zentrale Schwächen des deutschen Wagniskapitalmarkts: Finanzierungslücken im Bereich großvolumiger und längerfristiger Anschluss- und Wachstumsfinanzierungen sowie die Mobilisierung privaten Kapitals von institutionellen Investoren. Die strategische Ausrichtung des Zukunftsfonds erscheint gegeben des Entwicklungsstandes des deutschen und europäischen Wagniskapitalmarkts und der aktuellen Marktlage zielgerecht.

2. Die Bausteine des Zukunftsfonds sind alle beihilfefrei ausgestaltet, im Wesentlichen aufgrund gemeinsamer Finanzierungen mit privaten Ko-Investoren zum gleichen Zeitpunkt und zu gleichen Konditionen (pari passu). Diese Finanzierungen erfolgen also zu marktüblichen Konditionen. Somit ist in der Ausgestaltung des Zukunftsfonds bereits eine Mobilisierung privater Kapitalgeber für Wachstumsunternehmen angelegt. Gleichzeitig ist das Pari-passu-Prinzip ein Sicherungsmechanismus gegen die Verdrängung von privatem durch öffentliches Kapital.

3. Die bis Ende 2023 bereits am Markt aktiven Bausteine des Zukunftsfonds sind mit öffentlichen Mitteln von rund 11,8 Mrd. EUR ausgestattet. Inklusive der privaten Mittel im Wachstumsfonds Deutschland stehen diesen Bausteinen insgesamt fast 12,5 Mrd. EUR für Zusagen zur Verfügung. Davon wurden bis Ende 2023 rund 3,3 Mrd. EUR an Intermediäre (Fonds und Landesförderinstitute) und Unternehmen zugesagt. Ausgehend von ihren verfügbaren Mitteln und abzüglich der bereits getätigten Zusagen, standen den Bausteinen Ende 2023 somit noch rund 9,2 Mrd. EUR für Zusagen in den Jahren 2024–2030 zur Verfügung.

4. Da die Mittel des Zukunftsfonds bei vielen Bausteinen durch Intermediäre investiert werden, dauert es einige Zeit, bis sie den Markt erreichen. So müssen Fondszusagen durch die Mandatare von den Fonds erst gegengezeichnet, also angenommen werden. Angenommene Zusagen werden im Anschluss von den Fonds sukzessive für Investitionen in Unternehmen abgerufen. Insgesamt wurden zum Berichtsstichtag rund 2,7 Mrd. EUR der zugesagten Mittel des Zukunftsfonds von den finanzierten Intermediären und Unternehmen bereits angenommen. Von diesen bereits angenommenen Zusagen wurden bis Ende 2023 rund 0,8 Mrd. EUR durch Mittelabrufe der Intermediäre und für Direktfinanzierungen von Wachstumsunternehmen eingesetzt. Der Großteil der bereits zugesagten Mittel des Zukunftsfonds wird somit noch in den kommenden Jahren in Wachstumsunternehmen fließen.

5. Zusammen mit seinen Finanzierungspartnern war der Zukunftsfonds bis Ende 2023 an Finanzierungen von 142 Wachstumsunternehmen mit Hauptsitz in Deutschland mit einem Gesamtvolumen von rund 2,1 Mrd. EUR beteiligt. Deutsche Unternehmen erhielten somit insgesamt deutlich mehr als das Doppelte der rund 0,8 Mrd. EUR, die bis zum Stichtag von den Bausteinen des Zukunftsfonds an Mitteln abgerufen wurden (Faktor: 2,6).

6. Über alle Transaktionen hinweg war der Zukunftsfonds zusammen mit seinen internationalen Finanzierungspartnern bis Ende 2023 an Finanzierungen von 458 Wachstumsunternehmen mit einem Gesamtvolumen in Höhe von rund 7,1 Mrd. EUR direkt und indirekt beteiligt.

7. Der Zukunftsfonds unterstützt das nachhaltige Wachstum des Wagniskapitalmarkts. Mit rund 2,5 Mrd. EUR Fondsinvestments hat der Zukunftsfonds zusammen mit seinen öffentlichen und privaten pari passu Ko-Investoren zum Entstehen von 52 Wagniskapitalfonds mit einem bis zum Stichtag gesicherten Gesamtfondsvolumen von 21,5 Mrd. EUR beigetragen. Die Mittel erreichen dabei insbesondere großvolumige Fonds im Wachstumsbereich. Die Hälfte der Fondsinvestments entfällt auf sehr große Fonds mit einem Volumen ab 500 Mio. EUR.

8. Mit seinen bis zum Berichtsstichtag von Intermediären und Unternehmen angenommenen Zusagen in Höhe von 2,7 Mrd. EUR (und unter Berücksichtigung anderer öffentlicher Investoren) kann dem Zukunftsfonds die Mobilisierung von 12,1 Mrd. EUR an privatem Kapital für die Finanzierung von Wachstumsunternehmen zugerechnet werden. Der Großteil des privaten Kapitals wurde indirekt durch private Ko-Investitionen bei den Fondsbeteiligungen mobilisiert. Hervorzuheben ist das erfolgreiche Auflegen des Wachstumsfonds Deutschlands, der als Dachfonds fast 0,7 Mrd. EUR an privaten Mitteln für die Wagnisfinanzierung direkt mobilisieren konnte.

9. Stakeholder wie private VC-Fonds, Verbände und Beiräte bewerten die bisherige Umsetzung des Zukunftsfonds als sehr positiv. Im Rahmen von Hearings bringen sie sich zudem mit ihrem Input in die Weiterentwicklung des Zukunftsfonds ein.

10. Der Zukunftsfonds fördert Diversität im Wagniskapitalökosystem. Die Hälfte der finanzierten Fonds haben mindestens eine Frau auf der Partner-Ebene. Diese Fonds erhielten mehr als die Hälfte aller Fondszusagen im Zukunftsfonds.

Detaillierte Aussagen über den Umsetzungsstand und die bereits erfolgten Aktivitäten einzelner Bausteine des Zukunftsfonds lassen sich zum jetzigen, frühen Zeitpunkt sinnvoll nur über die drei Bausteine treffen, die bereits bis Ende 2022 mit Zusagen am Markt aktiv waren. Hierzu zählen die beiden Bausteine für Fondsinvestments German Future Funds EIF Wachstumsfazilität (GFF EIF WF) und ERP-Zukunftsfonds Wachstumsfazilität (ERP-ZF WF) sowie das Venture Tech Growth Financing Programm (VTGF) für direkte Fremdfinanzierung von Wachstumsunternehmen.

### **Aus der vorliegenden Analyse ergeben sich für die German Future Funds EIF Wachstumsfazilität folgende Kernaussagen:**

11. Die GFF EIF WF ist als erster Baustein des Zukunftsfonds gestartet. Ihr Umsetzungsstand ist daher bereits am weitesten fortgeschritten. Sie ist mit einem Bausteinivolumen von rund 3,3 Mrd. EUR ausgestattet, um von 2021 bis 2030 Zusagen zu tätigen. Bis Ende 2023 wurden davon im Fundraising befindlichen VC-Fonds Kapitalzusagen in Höhe von rund 1,3 Mrd. EUR gegeben, wovon rund 1,2 Mrd. EUR als gezeichnetes Kapital bis zum Berichtsstichtag bereits angenommen wurden. Seit Start des Bausteins wurden bis zum Stichtag knapp zwei Fünftel des Bausteinivolumens zugesagt.

12. Die GFF EIF WF-finanzierten Fonds verwalten zum Stichtag zusammen ein Fondsvolumen von rund 11,4 Mrd. EUR. Davon kann den bisher knapp 1,2 Mrd. EUR angenommenen Zusagen der GFF EIF WF (unter der Berücksichtigung anderer öffentlicher Investoren) ein Betrag von 6,5 Mrd. EUR an indirekt mobilisiertem privatem Kapital zugerechnet werden.

13. Durch die gezeichneten Fonds im Bausteinportfolio wurden bis Ende 2023 Mittel in Höhe von 0,4 Mrd. EUR abgerufen. Diese wurden für Investitionen in Höhe von insgesamt 4,3 Mrd. EUR in 235 Start-ups von den privaten Fonds eingesetzt.

14. Unter den finanzierten Unternehmen sind 64 Start-ups mit Hauptsitz in Deutschland, die insgesamt 0,9 Mrd. EUR erhielten. Deutsche Start-ups erhielten somit über die GFF EIF WF-finanzierten Fonds insgesamt bereits mehr als das Doppelte an Finanzierungen, als bis zum Stichtag vom Baustein an Mittel abgerufen wurden (Faktor: 2,3).

15. Die GFF EIF WF-finanzierten Fonds investieren mit einem breiten Sektorenspektrum. Zwei Schwerpunkte zeigen sich dabei in den Bereichen Fintechs und Health. Im Marktvergleich sind die Sektoren Health und Unternehmenssoftware im indirekten Portfolio der GFF EIF WF stärker vertreten.

16. Knapp die Hälfte (46 %) der Fonds im GFF EIF WF-Portfolio haben mindestens eine Frau auf der Partner-Ebene. Auf diese Fonds entfallen über die Hälfte der Zusagen.

**Aus der vorliegenden Analyse ergeben sich für die ERP-Zukunftsfonds Wachstumsfazilität folgende Kernaussagen:**

17. Das Modul 1a der ERP-ZF WF ist mit einem Bausteinvolumen von 2 Mrd. EUR ausgestattet, um von 2021 bis 2030 Zusagen an Wagniskapitalfonds zu tätigen. Bis Ende 2023 wurden davon im Fundraising befindlichen VC-Fonds Kapitalzusagen in Höhe von 0,5 Mrd. EUR gegeben, wovon 85 % bereits als gezeichnetes Kapital angenommen wurden. Seit Start des Bausteins wurde bis zum Stichtag gut ein Viertel des Bausteinvolumens zugesagt.

18. Die ERP-ZF WF-finanzierten Fonds verwalten zum Stichtag zusammen ein Fondsvolumen von knapp 7,8 Mrd. EUR. Davon kann den bisher rund 0,5 Mrd. EUR angenommenen Zusagen der ERP-ZF WF (unter der Berücksichtigung anderer öffentlicher Investoren) ein Betrag von 1,8 Mrd. EUR an zusätzlich indirekt mobilisiertem privatem Kapital zugerechnet werden.

19. Durch die gezeichneten Fonds im Bausteinportfolio wurden bis Ende 2023 Mittel in Höhe von 0,1 Mrd. EUR abgerufen. Damit wurden 226 Start-ups finanziert, die von den ERP-ZF WF-finanzierten Fonds insgesamt bereits knapp 2 Mrd. EUR erhielten.

20. Unter den finanzierten Unternehmen sind 59 Start-ups mit Hauptsitz in Deutschland, die insgesamt rund 0,5 Mrd. EUR erhielten. Deutsche Start-ups erhielten somit über die ERP-ZF WF-finanzierten Fonds insgesamt bereits mehr als das Vierfache an Finanzierungen, als bis zum Stichtag vom Baustein an Mittel abgerufen wurden (Faktor: 4,4).

21. Die ERP-ZF WF-finanzierten Fonds investieren mit einem breiten Sektorenspektrum. Ein Schwerpunkt zeigt sich bei Health-Start-ups. Deren Anteil an den bisher von ERP-ZF WF-finanzierten Fonds getätigten Investitionen ist 2,5-mal so groß wie der Anteil, der auf Health-Start-ups am Dealvolumen im europäischen VC-Markt entfällt.

22. Knapp die Hälfte (45 %) der Fonds im ERP-ZF WF-Portfolio Portfolio haben mindestens eine Frau auf der Partner-Ebene. Auf diese Fonds entfallen ebenfalls fast die Hälfte der Zusagen.

**Aus der vorliegenden Analyse ergeben sich für Venture Tech Growth Financing folgende Kernaussagen:**

23. VTGF stellt Venture Debt (Fremdkapital) für Wachstumsunternehmen bereit. Das Programm fördert so die Entwicklung des Wagniskapitalmarkts für diese zum klassischen Venture Capital komplementäre Finanzierungsform. Das Programm wurde erstmalig 2018 aufgelegt (VTGF 1.0) und im Rahmen des Zukunftsfonds weiterentwickelt (VTGF 2.0). Das VTGF sieht sich einem großen und über die Zeit steigenden Interesse gegenüber. Bis zur Berichtslegung waren seit Programmstart des VTGF 1.0 im Jahr 2018 bei der KfW 456 Interessensbekundungen (qualifiziert und unqualifiziert) von Unternehmen bzw. privaten Finanzierungspartnern eingegangen.

24. Mit VTGF 2.0 wurden ab 2022 in sieben Einzeltransaktionen Fremdkapital an ebenso viele Wachstumsunternehmen ausgereicht. Seit Start des Programms VTGF 1.0 waren es über beide Programmvarianten hinweg insgesamt 20 Finanzierungen von insgesamt elf Unternehmen. Diese Gesamtzahl an Finanzierungen wurde zusammen mit insgesamt 13 unterschiedlichen Finanzierungspartnern realisiert. Ende 2023 befanden sich acht Unternehmen im aktiven Portfolio des VTGF, wovon sieben Unternehmen von VTGF 2.0 finanziert wurden und ein Unternehmen über eine bestehende Finanzierung aus Mittel des VTGF 1.0 verfügt.

25. Das Gesamtvolumen der Finanzierungen mit Beteiligung des VTGF 2.0 belief sich auf rund 559 Mio. EUR. Der Anteil des VTGF 2.0 daran ist rund 171 Mio. EUR. Die verbleibenden 389 Mio. EUR wurden von privaten Ko-Finanzierern indirekt mobilisiert. Über beide Programmvarianten, VTGF 1.0 und 2.0, belaufen sich die seit 2019 getätigten Finanzierungen insgesamt auf rd. 1 Mrd. EUR, woran Mittel aus den VTGF-Programmen einen Anteil von gut 0,3 Mrd. EUR ausmachen.

# 1. Der Zukunftsfonds

## 1.1 Hintergrund und Zielsetzung

Der Start des Zukunftsfonds wurde im März 2021 offiziell bekannt gegeben.<sup>1</sup> Er ist zudem ein zentrales Element in der im Juli 2022 veröffentlichten Start-up-Strategie der Bundesregierung.<sup>2</sup> Beim Zukunftsfonds handelt es sich um ein Bündel von Maßnahmen aus quantitativem Ausbau und qualitativer Erweiterung bestehender Finanzierungsangebote sowie der Entwicklung neuer Instrumente zur Stärkung des deutschen Venture Capital-Markts. Dafür wurden von der Bundesregierung Mittel im Volumen von 10 Mrd. EUR bis Ende 2030 bereitgestellt.<sup>3</sup> Der Bund hat der KfW die Umsetzung des Zukunftsfonds zugewiesen.<sup>4</sup> Die übergeordnete Koordination wird durch KfW Capital sichergestellt. Das Maßnahmenbündel des Zukunftsfonds ist in ineinandergreifende und sich ergänzende Bausteine unterteilt, um die spezifischen Finanzierungsbedarfe von Start-ups in den verschiedenen Wachstumsphasen zu adressieren. Den Bausteinen stehen nach aktuellem Stand (2024) insgesamt Mittel von bis zu 16 Mrd. EUR zur Verfügung (vgl. Tabelle 2). Darin enthalten sind die im Bundesrisiko stehenden Mitteln, Mittel im Eigenrisiko der KfW, von privaten Dritten sowie öffentliche Mittel aus weiteren EU-Ländern. Die Analysen und Erläuterungen in diesem Statusbericht beziehen sich immer auf den gesamten Zukunftsfonds, also auf die Mittel im Bundesrisiko und im Eigenrisiko Dritter. Der Zukunftsfonds hat insbesondere folgende Ziele:<sup>5</sup>

- Finanzierungslücken im deutschen VC-Markt zu reduzieren, insbesondere im Bereich großvolumiger und längerfristiger Anschluss- und Wachstumsfinanzierungen,
- Privates Kapital von institutionellen Investoren für den VC-Markt zu mobilisieren und
- ESG-Kriterien bei seinen Investitionen und Investitionsprozessen zu berücksichtigen.

Die Aktivitäten des Zukunftsfonds werden mindestens alle drei Jahre überprüft.<sup>6</sup> Mit dem hier vorliegenden Statusbericht legt KfW Research die inhaltliche Grundlage für die Überprüfung 2024 vor.

## 1.2 Bausteine und Mandatare

Die Finanzierungsansätze in den Bausteinen umfassen im Wesentlichen die Bereitstellung von Eigen-, Mezzanin- und Fremdkapital mittels Direkt- und Fondsinvestments (Box 1). Die Bausteine des Zukunftsfonds sind alle beihilfefrei ausgestaltet, im Wesentlichen aufgrund gemeinsamer pari passu Finanzierungen mit privaten Ko-Investoren, d. h. zum gleichen Zeitpunkt und zu den gleichen Konditionen.

Die Bausteine des Zukunftsfonds werden durch verschiedene Umsetzungspartner (Mandatare) verwaltet. Dabei haben mit der KfW, KfW Capital, dem Europäischen Investitionsfonds (EIF) und dem High-Tech Gründerfonds (HTGF) bereits etablierte Institutionen die Umsetzung von Bausteinen übernommen. Der Baustein DeepTech & Climate Fonds (DTCF) ist dagegen sowohl Baustein als auch Mandatar, der für die Umsetzung neu gegründet wurde. Die Mandatare sind derzeit mit folgenden Bausteinen aktiv (vgl. Tabelle 2):

- KfW Capital mit den aktiven Bausteinen ERP-Zukunftsfonds Wachstumsfazilität, Emerging Manager Facility, Green Transition Facility und Wachstumsfonds Deutschland,
- EIF mit den aktiven Bausteinen German Future Fund EIF Wachstumsfazilität und European Tech Champions Initiative,
- KfW mit den Bausteinen Venture Tech Growth Financing und RegioInnoGrowth,
- HTGF mit dem Baustein HTGF Opportunity sowie
- der DeepTech & Climate Fonds.

<sup>1</sup> Gemeinsame Pressemitteilung von BMWK, BMF und KfW, [Zukunftsfonds startet – Bundesregierung stärkt die Start-up-Finanzierung in Deutschland](#) vom 24.03.2021.

<sup>2</sup> BMWK (2022), [Die Start-up-Strategie der Bundesregierung](#).

























<sup>3</sup> 10 Mrd. EUR Investitionsvolumen einschl. Kostenrahmen für Refinanzierung und Verwaltung.

<sup>4</sup> Zuweisungsschreiben zum Zukunftsfonds von BMWK und BMF vom 24. März 2021.




<sup>5</sup> Vergleiche „1. Hintergrund und Bundesinteresse“ des Konkretisierungsschreiben zum Zuweisungsschreiben zum Zukunftsfonds von BMWK und BMF vom 21. Juni 2021.

<sup>6</sup> Vergleiche „2. Grundsätze der Umsetzung des Zuweisungsgeschäfts, b. Baustein-Anteile Zuweisung, iii. Regelmäßige Überprüfung der Volumensallokation pro Baustein-Anteil“ des Konkretisierungsschreiben zum Zuweisungsschreiben zum Zukunftsfonds von BMWK und BMF vom 21. Juni 2021.

**Tabelle 2: Aktive und geplante Bausteine des Zukunftsfonds im Überblick**

Bausteine	Start	Mittel-ausstattung <sup>a</sup>	Art	Phasenfokus	Mandatare
ERP-Zukunftsfonds Wachstumsfazilität		~2,5 Mrd. EUR			
<i>Modul 1a (VC-Fonds)</i>	2021	2.000 Mio. EUR	Fondsinvestments	 	
<i>Modul 1b (Side-Opportunity-Fonds)</i>	2024	491 Mio. EUR	Fondsinvestments		
Wachstumsfonds Deutschland	2022 <sup>b</sup>	1.010 Mio. EUR	Fondsinvestments	 	
Green Transition Facility	2023	100 Mio. EUR	Fondsinvestments	 	KfW Capital
Emerging Manager Facility	2023	200 Mio. EUR	Fondsinvestments		
<i>Fazilität für Ko-Investments<sup>d</sup></i>	<i>In Planung</i>	<i>850 Mio. EUR</i>	<i>Direktinvestments</i>		
<i>Wachstumsfonds II</i>	<i>In Planung</i>	<i>200<sup>c</sup> Mio. EUR</i>	<i>Fondsinvestments</i>	 	
<i>Fazilität für Impact-Investments<sup>d</sup></i>	<i>In Planung</i>	<i>200 Mio. EUR</i>	<i>Fondsinvestments</i>	 	
German Future Fund EIF Wachstumsfazilität	2021	3.263 Mio. EUR	Fondsinvestments	 	
European Tech Champions Initiative	2023	3.550 Mio. EUR	Fondsinvestments		EIF
<i>Exit-Optionen für Scale-Ups<sup>d</sup></i>	<i>In Planung</i>	<i>500 Mio. EUR</i>	<i>In Planung</i>		
Venture Tech Growth Financing 2.0	2022	1.216 Mio. EUR	Direkte Fremdfinanzierungen		 KfW
RegioInnoGrowth	2023	450 Mio. EUR	Globaldarlehen	 	
DeepTech & Climate Fonds	2023	1.000 Mio. EUR	Direktinvestments	 	DTCF
HTGF Opportunity	2024	660 Mio. EUR	Direktinvestments	 	HTGF

<sup>a</sup> Die Volumen, die den Bausteinen nach aktuellem Stand (Oktober 2024) für Zusagen zur Verfügung stehen. <sup>b</sup> Der WFD startete im Frühjahr 2022 mit dem Fundraising, erreichte im Dezember 2022 das First Closing und machte dann im Jahr 2023 seine ersten Zusagen, bevor im November 2023 das Final Closing mit dem finalen Fondsvolumen erfolgte. <sup>c</sup> Das hier für den WFD II ausgewiesene Volumen ist lediglich der bereits zugesagte öffentliche Anteil, der im späteren Fundraising noch durch Zusagen privater Fondsanleger auf das finale Fondsvolumen anwachsen wird. <sup>d</sup> Die Namen der Bausteine stehen noch nicht fest.

Symbolerklärung:  = Seed;  = Start-up;  = Scale-up; Phasenzuordnung in Anlehnung an die Abbildung „Programme zur Start-Up-Finanzierung“ auf der [BMWK-Webpage zum Zukunftsfonds](#), abgerufen am 08.10.2024.

Quelle: KfW Research, Stand: Oktober 2024.

**Box 1: Geschäftsmodell von VC-Fonds**

Wenn Start-ups Eigenkapital benötigen, kommen abhängig von der Finanzierungsphase verschiedene Wagniskapitalgeber in Frage. Viele Start-ups erhalten in ihren Anfängen von vermögenden Privatpersonen (als Einzelpersonen als „Business-Angels“ oder in Family Offices organisiert) eine Finanzierung. Der VC-Markt insgesamt wird aktuell jedoch vor allem von spezialisierten Beteiligungsgesellschaften geprägt. Dabei handelt es sich um institutionelle Investoren, die Finanzmittel einwerben (Fundraising), um langfristige Beteiligungen an Start-ups einzugehen (Investment) und durch Wertsteigerung nach Veräußerung der Anteile (Exit) eine Rendite zu erwirtschaften. Hierfür werden typischerweise VC-Fonds

aufgesetzt, die zwecks Risikostreuung in mehrere Start-ups investieren.

Venture Capital-Fonds werden in der Regel als geschlossene Fonds mit einer Fondslaufzeit von 10 (+1+1) Jahren aufgelegt. Idealtypisch ist der Lebenszyklus in eine Investitions- und Desinvestitionsphase von jeweils 5 Jahren (mit Verlängerungsoptionen) aufgeteilt, mit einer vorgelagerten Fundraisingphase von 1–1,5 Jahren (vgl. Abbildung 2). Die Fondsinitiatoren legen für den Fonds ein angestrebtes Zielvolumen fest, das zwischen einem Mindest- und einem Höchstvolumen liegt. Das Mindestvolumen muss dabei die Tragfähigkeit des Fondskonzepts sicherstellen.



In der Fundraisingphase werden von den Fondsinitiatoren (i. d. R. Beteiligungsgesellschaften) Kapitalzusagen (Zeichnungsangebote bzw. Commitments) von potenziellen Fondsinvestoren eingeworben. Die Initiatoren entscheiden darüber, welche und wie viel der Commitments sie letztlich als gezeichnetes Kapital für die Fondsbeteiligung annehmen. Die Entscheidung darüber ist abhängig vom Zeichnungsinteresse. Da die Zeichnungsangebote befristet sind, sind die Initiatoren daran interessiert, möglichst schnell Commitments im Mindestvolumen zu erreichen. Gelingt das, findet das First Closing statt, d. h. der Fonds wird mit dem bisher angenommenen Zeichnungskapital konstituiert. Danach können noch mehrere Closings folgen, bis der Fonds mit dem Final Closing sein endgültiges Fondsvolumen erreicht hat. Das Fondsmanagement wird (meist) von den Initiatoren übernommen, die selbst mit einem gewissen Anteil als vollhafter General Partner (GP) am Fonds beteiligt sind, während die Fondsinvestoren als Limited Partner (LP) nur bis zur Höhe ihrer jeweiligen Fondsbeteiligung haften.

Die Geldmittel in Höhe der angenommenen Commitments fließen dabei nicht real dem Fonds oder dem Fondsmanagement zu, sondern verbleiben bei den einzelnen Fondsanlegern. Während der Investitionsphase des Fonds sind die Fondsanleger somit selbst für das Liquiditätsmanagement ihrer Commitments verantwortlich. In der Investitionsphase geht das Fondsmanagement im Namen des Fonds Beteiligten an Zielunternehmen ein. Die Geldmittel, die im Zuge der Beteiligung den Zielunternehmen zufließen, werden dafür dann jeweils bei den Fondsinvestoren abgerufen. Es kommt somit über die Fonds als Intermediäre zu einer indirekten Beteiligungsbeziehung zwischen Fondsinvestoren und Zielunternehmen. In der Desinvestitionsphase werden die Unternehmensbeteiligungen wieder veräußert (Exit). Aus den Exiterlösen fließt dann Kapital an die Fondsinvestoren zurück. Die Fondslaufzeit kann bspw. bei schlechten Exitbedingungen vom Fondsmanagement verlängert werden.

Bei Dachfonds (Fund of Funds), wie dem Baustein Wachstumsfonds Deutschland, werden mit den eingeworbenen Mitteln der Investoren nicht direkt Start-ups finanziert, sondern wiederum Beteiligungen an Fonds eingegangen, die nach dem oben erläuterten Prinzip in Wachstumsunternehmen investieren.

## 1.2.1 KfW Capital

Im Jahr 2018 wurde mit KfW Capital eine Institution gegründet, um die VC- und VD-Fondslandschaft in Deutschland und Europa zu stärken und somit den Zugang zu Kapital für junge innovative, schnell wachsende Technologieunternehmen in Deutschland in der Startup- und Wachstumsphase zu verbessern.<sup>7</sup> Für den raschen Aufbau der KfW Capital konnte auf Strukturen, Kompetenz und Reputation der KfW aufgebaut werden. Von Beginn an investierte KfW Capital mit Unterstützung des ERP-Sondervermögens des Bundes (Programm: „ERP-VC-Fondsinvestments“). Vor diesem Hintergrund wurden KfW bzw. KfW Capital von der Bundesregierung mit der Umsetzung und Koordination des Zukunftsfonds beauftragt, um den deutschen Wagniskapitalmarkt zu stärken und weiterzuentwickeln. KfW Capital verantwortet neben der Koordination des Zukunftsfonds bisher die folgenden vier Bausteine, in denen Fondsinvestments mit unterschiedlichen Zielsetzungen getätigt werden:

### ERP-Zukunftsfonds Wachstumsfazilität (ERP-ZF WF)

Für die ERP-ZF WF waren ursprünglich drei Finanzierungsmöglichkeiten angelegt: Investitionen in VC-Fonds (Modul 1a), Investitionen in Opportunity-Fonds (Modul 1b) und Direktinvestitionen in Portfoliounternehmen (Modul 1c). Für die ERP-ZF WF stehen bis zu 2,5 Mrd. EUR bis Ende 2030 bereit.<sup>8</sup>

Über das Modul 1a der ERP-ZF WF investiert KfW Capital seit 2021 branchenoffen in deutsche und europäische VC- und VD-Fonds. Ziel ist es, das Wagniskapitalangebot für technologieorientierte Start-ups und junge Unternehmen in der Wachstumsphase in Deutschland zu verbessern. Mit den Mitteln der ERP-ZF WF kann KfW Capital bei Fondsinvestments größere Tickets zusagen, als sie allein im Rahmen ihrer ERP-VC-Fondsinvestments zusagen könnte, womit insbesondere das Entstehen großvolumiger Wachstumsfonds leichter ermöglicht wird. Über das Modul 1a der ERP-ZF WF kann sich KfW Capital mit bis zu 50 Mio. EUR an einem einzelnen Fonds beteiligen, wobei sich die Beteiligung von KfW Capital zum nächsten anstehenden Closing und somit auch final auf insgesamt maximal 19,99 % des Fondsvolumens belaufen darf. Außerdem darf der Anteil aller öffentlichen Fondsinvestoren maximal 50 % des finalen Fondsvolumens betragen. Für das Modul 1a der ERP-ZF WF stehen bis zu 2 Mrd. EUR bis Ende 2030 bereit. Bis zum 31.12.2023 wurden davon rund 537 Mio. EUR an

<sup>7</sup> Pressemitteilung von BMWK, KfW und KfW Capital, [Neue Beteiligungstochter KfW Capital: Wagniskapitalfinanzierung in Deutschland wird gestärkt](#) vom 09.10.2018.

<sup>8</sup> Siehe Programmvertrag zwischen dem ERP-SV und der KfW über die Durchführung des Programms „ERP-Wachstumsfazilität“ in der KfW Capital vom 24.04.2021.

Fonds zugesagt, rund 455 Mio. EUR als gezeichnetes Kapital angenommen und rund 107 Mio. EUR von den Fonds abgerufen. Die bisherige Investitionstätigkeit über das Modul 1a der ERP-ZF WF wird in Abschnitt 5.20 näher betrachtet.

Seit August 2024 kann KfW Capital über die ERP-ZF WF auch branchenoffen in deutsche und europäische Side-Opportunity-Fonds investieren (Modul 1b).<sup>9</sup> Ziel ist es, das Beteiligungskapitalangebot für Unternehmen speziell in der Wachstumsphase durch das Eingehen von Beteiligungen an Side-Opportunity-Fonds zu verbreitern. Side-Opportunity-Fonds werden von Fondsmanagern zusätzlich zu den von ihnen verwalteten Hauptfonds aufgesetzt, um an gut performenden Portfoliounternehmen, die sich in der Wachstumsphase befinden und die nicht mehr aus dem Hauptfonds weiterfinanziert werden können, zusätzliches Wachstumskapital zur Verfügung zu stellen. Über das Modul 1b der ERP-ZF WF kann sich KfW Capital mit bis zu 56 Mio. EUR an einem einzelnen Side-Opportunity-Fonds beteiligen, wobei sich die Beteiligung zum nächsten anstehenden Closing und somit auch insgesamt final auf maximal 44,99 % des Fondsvolumens belaufen darf. Außerdem darf der Anteil aller öffentlichen Fondsinvestoren maximal 50 % des finalen Fondsvolumens betragen.

Ob KfW Capital über die ERP-ZF WF künftig auch in einzelne Portfoliounternehmen eines Hauptfonds investieren kann (Modul 1c), wird von der Ausgestaltung des neuen Direktinvestment-Bausteins des Zukunftsfonds (siehe Abschnitt „Bausteine in Planung“) abhängen.

### **Wachstumsfonds Deutschland (WFD)**

Mit dem WFD wurde ein Dachfonds für Wachstumskapital konzipiert, der sich mit seinen eigenen Fondsinvestments an Venture Capital und Growth Fonds mit limitierter Laufzeit und mit geographischem Fokus auf Europa und insbesondere Deutschland beteiligen soll. Struktur und Größe des WFD sind insbesondere auf die Mobilisierung großer, institutioneller Privatinvestoren als Fondsinvestoren für die Assetklasse VC ausgerichtet, weil diese in Deutschland und Europa als Kapitalgeber insbesondere im Vergleich zu

angelsächsischen Ländern unterrepräsentiert sind (siehe Box 2). KfW Capital hat den Wachstumsfonds Deutschland als Anlagevermittlerin bei seinem Fundraising unterstützt und unterstützt weiterhin in der Betreuung der Investoren. Darüber hinaus agiert KfW Capital als Anlageberaterin und unterstützt die Kapitalverwaltungsgesellschaft Universal Investment GmbH (General Partner des WFD) bei der Auswahl potenzieller Zielinvestments. Das Fundraising des WFD startete im Frühjahr 2022 und führte zum First Closing im Dezember 2022. Das Finale Closing des WFD erfolgte im November 2023 mit einem Fondsvolumen von rund 1 Mrd. Euro.<sup>10</sup> Bis zum 31.12.2023 wurden davon rund 290 Mio. EUR an Fonds zugesagt, rund 263 Mio. EUR als gezeichnetes Kapital angenommen und rd. 41 Mio. EUR von den Fonds abgerufen.

### **Green Transition Facility (GTF)**

Mit der GTF investiert KfW Capital in VC-Fonds, deren Anlagestrategie eindeutig auf den Bereich „Climate Tech“ und angrenzende klimarelevante Themenfelder ausgerichtet ist.<sup>11</sup> Damit soll für Start-ups und innovative Technologieunternehmen mit Fokus auf ökologischen Wandel der Zugang zu VC verbessert werden. Für die GTF stehen im festgelegten Zusagezeitraum 2023 und 2024 insgesamt bis zu 100 Mio. EUR aus KfW Eigenmitteln zur Verfügung. Bis zum 31.12.2023 wurden davon 44 Mio. EUR an Fonds zugesagt, 24 Mio. EUR als gezeichnetes Kapital angenommen und rd. 4 Mio. EUR von den Fonds abgerufen.

### **Emerging Managers Facility (EMF)**

Mit der EMF investiert KfW Capital in VC-Fonds, die bestimmte Diversitätskriterien aufweisen<sup>12</sup> und eine maximale Fondsgröße von 50 Mio. EUR anstreben. Übergeordnetes Ziel der EMF ist die Stärkung von Diversität im VC-Ökosystem. Aktuell ist die EMF auf die Stärkung von Geschlechterdiversität ausgerichtet, die Erweiterung um weitere Diversitätsdimensionen ist jedoch angedacht. Mit der EMF kann seit Oktober 2023 investiert werden. Dabei können einzelne Fonds max. 12,5 Mio. EUR und max. 25 % des Fondsvolumens aus Mitteln der Fazilität erhalten.<sup>13</sup> Ein erstes Investment

<sup>9</sup> News Archiv KfW Capital, [Erweiterung der ERP/Zukunftsfonds-Wachstumsfazilität](#) vom 16. August.2024.

<sup>10</sup> Pressemitteilung von KfW und KfW Capital, [Final Closing „Wachstumsfonds Deutschland“: 1 Mrd. Euro zur Stärkung des europäischen und deutschen Venture Capital-Ökosystems](#) vom 22.11.2023.

<sup>11</sup> Definition in Anlehnung an die EU-Taxonomie-Verordnung 2020/852. Insbesondere sollen Lösungen finanziert werden, die potenziell Treibhausgasemissionen reduzieren, Wertschöpfungsketten effizienter machen, fossile Rohstoffe verzichtbar machen, Klima-, Umwelt- und Naturbedingungen stärken, Knappheit von Nahrungsmittel und Wasserknappheit adressieren sowie wegweisende Alternativen ermöglichen.

<sup>12</sup> Maßgebliche Anlagekriterien (1.) das Management-Team besteht zu mindestens einem Drittel aus weiblichen und/oder non-binären Personen, oder (2.) das Senior Investment-Team besteht zu mindestens 40 % aus weiblichen und/oder non-binären Personen, oder (3.) das Investment Committee als das Gremium des Anlagefonds, das über dessen Anlage-/Investmenttätigkeit entscheidet, ist zu mindestens 40 % mit weiblichen und/oder non-binären Personen besetzt. Siehe Abschnitt „2. Produkteckpunkte der EMF“ der Bausteinspezifischen Anlage 7: Baustein 9 „Emerging Manager Facility („EMF“)“.

<sup>13</sup> Pressemitteilung von KfW und KfW Capital, [KfW Capital startet mit „Emerging Manager Facility“: Fokus auf Frauen oder geschlechtervielfältig aufgestellte Fonds-Teams](#) vom 20.10.2023.

erfolgte im Juli 2024.<sup>14</sup> Für die EMF stehen bis zu 200 Mio. EUR zur Verfügung.

### Bausteine in Planung

Der Bund hat weitere, bei KfW Capital angesiedelte, zielspezifische Zukunftsfonds-Bausteine angekündigt. Vorgesehen ist die Ausstattung mit öffentlichen Mitteln in Höhe von 850 Mio. EUR einer VC Ko-Investments Facility, von 200 Mio. EUR eines Wachstumsfonds II (zur Mobilisierung von weiterem privaten Kapital ab 2026<sup>15</sup>) und von 200 Mio. EUR einer VC Impact Fonds Facility.<sup>16</sup> Diese Bausteine werden derzeit konzipiert.

#### Box 2: Wachstumsfonds Deutschland

Gründe für das geringe Engagement institutioneller Kapitalsammelstellen wie Versicherer oder Versorgungswerke (vgl. Abschnitt 2.3) als Kapitalgeber für die Assetklasse VC ist ein eher auf Sicherheit ausgerichtetes Rendite-Risiko-Profil, regulatorische Vorgaben sowie Lock-in-Effekte. Mit dem WFD hat die KfW Capital einen Dachfonds für Wachstumskapital konzipiert, der das Ziel hat, privates Kapital von institutionellen Investoren für die Assetklasse VC zu mobilisieren. Der WFD richtet sich sowohl an institutionelle Investoren mit bisher wenigen oder keinen Berührungspunkten mit dieser Assetklasse als auch an erfahrene Investoren.

Eine Herausforderung für die Konzeption des WFD war es, Anlagemöglichkeiten in die Assetklasse VC zu schaffen, die das Rendite-Risiko-Profil der unterschiedlichen institutionellen Investoren berücksichtigen und gleichzeitig marktkonform, also EU-beihilferechtlich zulässig, sind. Bei der Konzeptionierung des WFD war KfW Capital mit dem Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft und dessen Mitgliedsunternehmen in engem Austausch.

KfW Capital agierte im Fundraising des WFD als Anlagevermittlerin und unterstützt weiterhin bei der Betreuung der Investoren. Investitionsseitig hat KfW Capital die Rolle als Anlageberaterin inne. Das Fondsmanagement (also

Investitionsentscheidungen, Due Diligence, Risikomanagement etc.) erfolgt durch die Universal Investment GmbH.

Die Anlagestrategie<sup>17</sup> des WFD sieht vor, dass dieser breit diversifiziert in VC- und VD-Fonds in Deutschland und Europa investiert. Opportunistisch sind auch Investments in Fonds außerhalb Europas möglich, sofern diese planen, mindestens 50 % ihrer Investments in Europa zu tätigen. Anlageschwerpunkt sind Growth-Fonds (Series B bis IPO) mit einem angestrebten Anteil von 60 % (40 % Early Stage-Fonds, d. h. Seed bis Series A). Darüber hinaus gibt es mit ICT und Life Sciences zwei Sektorschwerpunkte, für die Anteile von 50 und 30 % angestrebt werden. Die Investitionsphase des WFD beträgt voraussichtlich vier Jahre.

Das Final Closing des WFD fand am 15.11.2023 statt.<sup>10</sup> Der WFD ist mit einem finalen Fondsvolumen von rund 1 Mrd. EUR einer der größten in Europa initiierten VC-Dachfonds. Das Fundraising des WFD richtete sich ausschließlich an professionelle, institutionelle Investoren wie Versicherungen, Versorgungswerke, Stiftungen, Asset Manager oder Family Offices. Rund zwei Drittel der Commitments in den WFD stammen von privaten Investoren wie Allianz, BlackRock, Debeka, Generali Deutschland AG, Gothaer Versicherung, Huk-Coburg, RAG-Stiftung, aber auch Signal Iduna, Stuttgarter Lebensversicherung a. G., Tecta Invest oder Württembergische Lebensversicherung AG.<sup>10</sup> Die Investments des WFD werden als privat im Sinne des EU-Beihilferechts klassifiziert.

Der im Marktvergleich große Investorenzuspruch kann auf die Struktur des WFD zurückgeführt werden, durch die den Investoren verschiedene Beteiligungsmöglichkeiten geboten wurden. Der WFD besteht aus einem Master-Vehikel und einem Special Account-Vehikel (SAV). Das Master-Vehikel hat ein Volumen von 620 Mio. EUR, das SAV von 390 Mio. EUR. Die beiden Vehikel investieren immer gemeinsam in einen Fonds entsprechend ihres Größenverhältnisses von ~1,6:1. Auch die Rückflüsse verteilen sich entsprechend.

<sup>14</sup> Pressemitteilung von KfW Capital, [KfW Capital gibt erste Zusage aus Emerging Manager Facility an den Climate-Deep Tech-Fonds Nucleus Capital](#) vom 18.07.2024.

<sup>15</sup> Aufbauend auf dem WFD startet KfW Capital noch im Jahr 2024 mit der Konzeption eines Folgeprodukts, welches 2026 ins Fundraising gehen wird. Bis zu diesem Zeitpunkt wird der Vorgängerfonds über 70 % seines Kapitals zugesagt haben, was eine mit den Investoren vereinbarte Voraussetzung für das Aufsetzen des Folgefonds ist, siehe [WIN-Initiative, Wachstums- und Innovationskapital für Deutschland](#).

<sup>16</sup> Pressemitteilung von BMF und BMWK, [Bund erweitert Kapitalzugang für Start-up-Firmen](#) vom 07.02.2024.

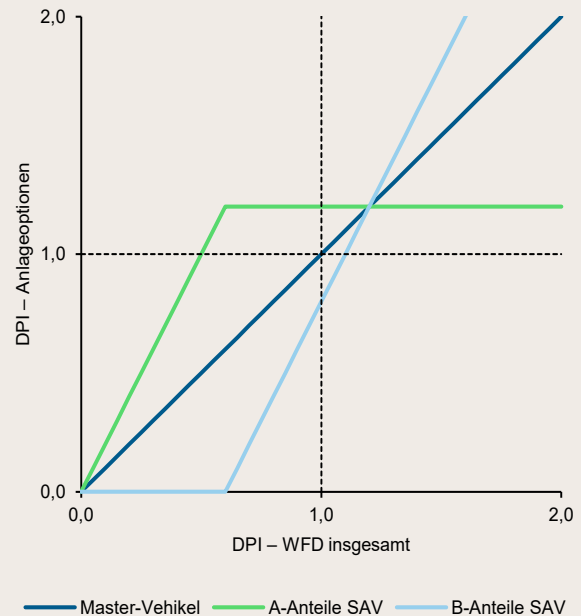
<sup>17</sup> Eckdaten zur Anlagestrategie des Wachstumsfonds Deutschland abgerufen von der [KfW Capital Website](#) am 2. September 2024.

Das Master-Vehikel ist strukturell wie ein typischer VC-Fonds ausgestaltet. Das SAV dagegen hat eine Wasserfallstruktur mit A- und B-Anteilen. Die A-Anteile haben ein Volumen von 215 Mio. EUR, die B-Anteile von 176 Mio. EUR. Die Anleger der A-Anteile haben sich am WFD über Inhaberschuldverschreibungen mit Investment Grade-Rating beteiligt und werden bei den Rückflüssen vorrangig bedient. Die Höhe der Rückflüsse ist allerdings auf eine – bei Initiierung des WFD marktübliche – jährliche Nominalverzinsung des investierten Kapitals gedeckelt. Neben der vorrangigen Bedienung bei den Rückflüssen ist ein wesentlicher Vorteil der A-Anteile, dass an Anleger im Geltungsbereich von Solvency II im Vergleich zu einem typischen VC-(Dach-)Fonds geringere Solvenzkapitalanforderungen gestellt werden. Die Anleger der B-Anteile werden bei den Rückflüssen entsprechend nachrangig bedient. Sie erhalten also erst Rückflüsse, wenn die Anleger der A-Anteile ihr eingesetztes Kapital inklusive der gedeckelten jährlichen Nominalverzinsung vollständig zurückerhalten haben. Dafür fließen den Anlegern der B-Anteile zusätzlich alle Rückflüsse zu, die rechnerisch prozentual auf die A-Anteile entfallen würden und die Deckelung übersteigen. Der WFD bietet also Anlagemöglichkeiten mit drei unterschiedlichen Chance-Risiko-Profilen (Abbildung 1). Im Vergleich zu Anlegern in typischen VC-Dachfonds haben die Anleger

- des Master-Vehikels ähnliche Renditechancen bei einem ähnlichen Risiko,
- der A-Anteile des SAV geringere Renditechancen bei geringerem Risiko (das Anlagekapital inkl. Verzinsung wird bereits zurückgeführt sein, wenn die DPI-Quote des Gesamtfonds noch deutlich unter Eins liegt) und
- der B-Anteile des SAV höhere Renditechancen bei höherem Risiko (das Anlagekapital wird noch nicht zurückgeführt sein, wenn die DPI-Quote des Gesamtfonds bereits Eins erreicht hat, dafür steigt die DPI-Quote der Option ab einer ersten DPI-Schwelle des Gesamtfonds überdurchschnittlich

stark an und outperformt ab einer zweiten DPI-Schwelle des Gesamtfonds auch das Master-Vehikel; die beiden DPI-Schwellen hängen sowohl vom nominalen Zinsanspruch ab, als auch davon, wann und wie hoch investiert und desinvestiert wird).

**Abbildung 1: Stilisierte Beziehung zwischen der Gesamtpformance des WFD und der Rendite der drei Anlageoptionen in den WFD**



Anmerkung: Es handelt sich um eine fiktive, stilisierte Darstellung der Beziehung zwischen der Gesamtpformance des WFD und der Rendite der Anlageoptionen, die auf beispielhaften Konditionen beruht. Die DPI-Verläufe der A- und B-Anteile hängen in der Realität maßgeblich vom nominalen Zinsanspruch ab und davon, wann und wie hoch investiert und desinvestiert wird. Dieser zeitliche Aspekt ist hier unberücksichtigt.

Quelle: KfW Research, eigene Darstellung.

Durch seine Struktur bietet der WFD marktconforme Anreize zur Mobilisierung großer Kapitalsammelstellen für Wagnis- und Wachstumskapital, ohne auf staatlich garantierte Renditen zurückgreifen zu müssen. Er unterscheidet sich somit von Dachfondskonstrukten, die in anderen Ländern umgesetzt wurden, um inländische Kapitalsammelstellen für Investitionen in die Assetklasse VC zu mobilisieren.<sup>18</sup>

<sup>18</sup> In Dänemark wurde 2011 der Dachfonds „Dansk Vækstkapital“ aufgelegt vgl. z. B. EFI – Expertenkommission Forschung und Innovation (2019), Gutachten zu Forschung, Innovation und technologischer Leistungsfähigkeit Deutschlands 2019, S. 55.



## 1.2.2 Europäischer Investitionsfonds (EIF)

Der EIF wurde 1994 von der Europäischen Investitionsbank (EIB), der EU-Kommission sowie verschiedenen europäischen Banken und Finanzinstitutionen gegründet. Er soll insbesondere kleinen und mittleren Unternehmen Wagniskapitalfinanzierungen und Garantien zur Verfügung stellen. Seit 2004 beteiligt sich der EIF gemeinsam mit dem ERP-Sondervermögen an Wagniskapitalfonds, die maßgeblich in deutsche Technologieunternehmen in ihrer frühen Entwicklungsphase oder in Anschlussfinanzierungen investieren (ERP/EIF-Dachfonds). Damit sollen innovative Start-ups in Deutschland einen besseren Zugang zu Kapital erhalten. Aufbauend auf der Kooperation im Rahmen des ERP/EIF-Dachfonds übernahm der EIF bisher zwei Bausteine des Zukunftsfonds.

### German Future Fund EIF Wachstumsfazilität (GFF EIF WF)

Mit der GFF EIF WF geht der EIF großvolumige Beteiligungen an VC- und vereinzelt auch VD- und Private Equity-Fonds ein, die sich branchenoffen auf Wachstumsfinanzierungen<sup>19</sup> fokussiert haben. Aufbauend auf dem ERP/EIF-Dachfonds konnte die GFF EIF WF schnell umgesetzt werden und die Investitionstätigkeit bereits sehr schnell Mitte 2021 starten. Ziel der GFF EIF Wachstumsfazilität ist es, das Beteiligungskapitalangebot für Unternehmen in der Wachstumsphase durch das Eingehen von Beteiligungen an Anlagefonds zu verbreitern. Der Anteil des Kapitals aus der GFF EIF WF an einem einzelnen Fonds soll dabei grundsätzlich bei 5–70 % des finalen Fondsvolumens liegen. Außerdem soll der Anteil aller öffentlichen Fondsinvestoren ebenfalls maximal 70 % des finalen Fondsvolumens betragen. In Einzelfällen kann von diesen Vorgaben abgewichen werden. Für die GFF EIF WF stehen rd. 3,3 Mrd. EUR zur Verfügung. Bis zum 31.12.2023 wurden davon rund 1,3 Mrd. EUR an Fonds zugesagt, rd. 1,2 Mrd. EUR als gezeichnetes Kapital angenommen und rund 399 Mio. EUR von den Fonds abgerufen. Die bisherige Investitionstätigkeit über die GFF EIF WF wird in Abschnitt 5.3 näher betrachtet.

### European Tech Champions Initiative (ETCI)

Mit der ETCI investiert der EIF in europäische Wachstumsfonds, die eine Zielgröße für das Fondsvolumen von mindestens 1 Mrd. EUR haben. Das Ziel der ETCI ist es, große europäische Fonds für späte

<sup>19</sup> Unter anderem, Investitionen in späteren Finanzierungsrunden, branchenoffen mit einem Fokus auf Digitalisierung, aber auch Life Sciences, Climate und Deep Tech, auch über Mezzaninkapital und Venture Debt mit einem durchschnittlichen Volumen von 50 Mio. EUR.

<sup>20</sup> Pressemitteilung der EIB, [Startschuss zu neuem Dachfonds für europäische Tech Champions](#) vom 13.02.2023. Im Dezember 2023 traten zuletzt die Niederlande mit 100 Mio. Euro der Initiative bei.

Finanzierungsphasen entstehen zu lassen und so strategische Technologien in Europa zu sichern. Mit dem deutschen Beitrag von bis zu 1 Mrd. EUR sowie den Teilnahmebekundungen von Frankreich und Spanien (je 1 Mrd. EUR), Italien (150 Mio. EUR), Belgien und Niederlande (je 100 Mio. EUR) und der EIB-Gruppe (500 Mio. EUR), können der ETCI aktuell bis zu 3,85 Mrd. EUR zur Verfügung stehen.<sup>20</sup> Nach dem Start im Februar 2023 wurden im Lauf des Jahres 3,25 Mrd. EUR durch die Teilnehmenden budgetwirksam zur Verfügung gestellt. Davon wurden bis zum 31.12.2023 rund 884 Mio. EUR an private Fonds zugesagt, rund 534 Mio. EUR als gezeichnetes Kapital durch die Fonds angenommen und rund 25 Mio. EUR durch die Fonds abgerufen.

### Baustein in Planung

Mit einem weiteren Baustein auf europäischer Ebene soll perspektivisch eine Stärkung der Exit-Finanzierung europäischer Tech-Champions erreicht werden. Erfolgreiche deutsche und europäische Scale-ups sollen für Exits nicht in außereuropäische Märkte ausweichen müssen. Mit dieser Zielsetzung entwickelt die EIB-Gruppe ein entsprechendes Konzept. Als deutscher Beitrag stehen bis zu 500 Mio. EUR zur Verfügung.<sup>21</sup>

## 1.2.3 KfW

Die KfW ist langjährige Gründungsfinanziererin in Deutschland. Ihre Finanzierungen erfolgen traditionell über eine Vergabe von Fremdkapital, seit dem Jahr 2006 aber auch über VC-Fonds- und Direktinvestitionen. Die aufgrund der technologischen Entwicklung gestiegene Bedeutung hochskalierbarer Geschäftsmodelle machte es förderpolitisch notwendig, die VC-Förderung weiterzuentwickeln, wofür 2018 die Beteiligungstochter KfW Capital gegründet wurde, die Fondsinvestments bereitstellt. Im Zuge der sich weiter entwickelnden Marktbedarfe komplettierte die KfW 2019 mit dem Venture Tech Growth Financing ihr Finanzierungsangebot um ein Kreditprogramm für technologisch innovative und schnell wachsende Unternehmen (VTGF1.0).<sup>22</sup> Mit dem Ausbruch der Corona-Krise 2020 wurde eine schnelle Unterstützung für Start-ups notwendig. Die KfW konzipierte Start-up-Hilfen, die sich auf zwei Säulen stützten. Bei Säule I der Hilfen (Corona Matching Fazilität) konnten VC-Fonds notwendige Finanzierungsrunden durch Bundesmittel über

<sup>21</sup> Pressemitteilung von BMF und BMWK, [Bund erweitert Kapitalzugang für Start-up-Firmen](#) vom 07.02.2024.

<sup>22</sup> Pressemitteilung von BMWK, BMF und KfW, [Gründungs Offensive: KfW und Bund starten Venture Debt-Finanzierung für innovative Unternehmen in der Wachstumsphase](#) vom 27.03.2019.

KfW Capital oder den EIF spiegeln.<sup>23</sup> Bei Säule II stellte die KfW Landesförderinstitute (LFI) Globaldarlehen mit Haftungsfreistellung zur Finanzierung von Start-ups und kleinen Mittelständlern bereit.<sup>24</sup> Aufgrund dieser Vorerfahrungen und ihrer Expertise bei Fremdkapitalfinanzierungen hat die KfW zwei Bausteine des Zukunftsfonds übernommen:

### **Venture Tech Growth Financing (VTGF 2.0)**

Über VTGF 2.0 vergibt die KfW branchenoffen Fremdkapital an junge, technologieorientierte Wachstumsunternehmen (Venture Debt).<sup>25</sup> Die Finanzierung erfolgt pari passu mit einem privaten Ko-Kreditgeber und einem Finanzierungsanteil von in der Regel 50 %. Venture Debt schließt somit eine Lücke zwischen der Finanzierung aus reinem Eigenkapital über den VC-Markt und der klassischen Banken- und Kapitalmarktfinanzierung reiferer Unternehmen. Ziel des VTGF ist es, den Zugang junger Wachstumsunternehmen zu Fremdkapital zu verbessern und das VD-Segment in Deutschland zu verbreitern. Auf Basis der Erfahrungen und Evaluation des VTGF 1.0 wurde der VTGF 2.0 inhaltlich weiterentwickelt. Für VTGF 2.0 stehen bis zu 1,2 Mrd. EUR zur Verfügung. Bis zum Stichtag 31.12.2023 war der VTGF 2.0 mit Zusagen im Umfang von rund 171 Mio. EUR an Fremdfinanzierungen von jungen Wachstumsunternehmen mit einem Gesamtvolumen von 559 Mio. EUR beteiligt. Die bisherige Finanzierungstätigkeit über VTGF wird in Abschnitt 5.3 näher betrachtet.

### **RegioInnoGrowth (RIG)**

Mit RIG vergibt die KfW Globaldarlehen an Landesförderinstitute (LFI) in Deutschland, welche wiederum selbst oder über ihre Intermediäre stille und offene Beteiligungen, Nachrang- und Wandeldarlehen an Start-ups und kleine Mittelständler mit innovativen (z. B. ökologischen, sozialen und digitalen) Geschäftsmodellen in ihren Bundesländern anbieten.<sup>26</sup> Ziel ist es den Finanzierungszugang dieser Unternehmen, die aufgrund ihrer Ausrichtung nicht unmittelbar im Fokus von

<sup>23</sup> Pressemitteilung der KfW, [KfW Capital: Corona Matching Fazilität zur Unterstützung von Start-ups steht für VC-Fonds bereit](#) vom 14.05.2020.

<sup>24</sup> Pressemitteilung der KfW, [KfW: Unterstützung von Start-ups und kleinen Mittelständlern durch Globaldarlehen an Landesförderinstitute](#) vom 08.06.2020.

<sup>25</sup> Unternehmen in einer jüngeren Entwicklungsphase und einem in der Regel noch nicht etablierten Geschäftsmodell, d. h. noch instabilen bzw. volatilen Cashflows oder Unternehmen, die sich typischerweise durch ein schnelles Wachstum und skalierbare (zum Teil noch volatile) Geschäftsmodelle charakterisieren. Am Wachstumsunternehmen müssen bereits private VC-Investoren beteiligt sein.

Wagniskapitalinvestoren stehen, zu verbessern. RIG knüpft an das Modell der Säule II des Corona-Maßnahmenpakets des Bundes für Start-ups und mittelständische Unternehmen an. Aus den Globaldarlehen können die LFI bis August 2026 Ko-Finanzierungen von Start-ups tätigen, wofür insgesamt bis zu 450 Mio. EUR zur Verfügung stehen.

### **1.2.4 DeepTech & Climate Fonds (DTCF)**

Der DTCF ist ein neu gegründeter VC-Fonds, der zusammen mit privaten Ko-Investoren in das Wachstum von Unternehmen, die Zukunftstechnologien vorantreiben, investiert. Der Fokus liegt dabei auf der kapitalintensiven Wachstumsphase von Unternehmen in den Bereichen Deep-Tech und Climate-Tech.<sup>27</sup> Ziel des DTCF ist es, die Wachstumsfinanzierung von innovativen Deep-Tech-Unternehmen mit längerfristigem Entwicklungszyklus und hohem Finanzbedarf zu verbessern. Dafür kann sich der DTCF typischerweise mit bis zu 30 Mio. EUR (mit Gremienzustimmung auch mehr) an einem Zielunternehmen beteiligen. Für den DTCF stehen bis zu 1 Mrd. EUR zur Verfügung.

### **1.2.5 High-Tech Gründerfonds (HTGF)**

Der HTGF wurde 2005 als Public-Private-Partnership des BMWK, der KfW sowie der Industrie gegründet, um den Zugang von Hightech-Start-ups zu VC-Finanzierungen sicherzustellen. Der Frühphasenfonds investiert in innovative, technologie-orientierte Unternehmen, die nicht älter als drei Jahre sind und erfolgversprechende Forschungsergebnisse, eine innovative technologische Basis sowie eine aussichtsreiche Marktsituation haben. Der HTGF befindet sich mittlerweile in der vierten Fondsgeneration.<sup>28</sup> Aufgrund seiner Expertise hat der HTGF einen Baustein des Zukunftsfonds übernommen:

#### **HTGF Opportunity**

Mit HTGF Opportunity investiert der HTGF in der Regel bis zu 30 Mio. EUR (max. 50 Mio. EUR) zusammen mit privaten Ko-Investoren in Portfoliounternehmen der

<sup>26</sup> Start-ups und kleine Mittelständler mit einem Jahresumsatz bis zu 75 Mio. EUR. Finanziert werden insbesondere Unternehmen (nicht notwendigerweise kumulativ), mit skalierbarem und wachstumsorientiertem Geschäftsmodell, mit innovativem und digitalisierungsorientiertem Geschäftsmodell, deren Geschäftsmodell innovative Lösungen für gesellschaftliche Herausforderungen entwickelt, die eine Innovationsförderung innerhalb der letzten 36 Monate in Anspruch genommen haben, eine Auszeichnung durch einen nationalen oder internationalen Innovationspreis innerhalb der letzten 36 Monate erhalten haben.

<sup>27</sup> Der Fonds investiert in Deep-Tech-Bereiche wie Industry 4.0, Robotik, Künstliche Intelligenz, Quantencomputing, Prozessautomatisierung und in Unternehmen mit einem technologiebasierten Geschäftsmodell wie zum Beispiel Digital Health, New Energy, Smart City, New Materials und ausgewählte Biotech-Bereiche, siehe Pressemitteilung von BMWK und BMF, [Eine Milliarde für Zukunftstechnologien im Deep-Tech-Bereich](#) vom 02.02.2023.

<sup>28</sup> Pressemitteilung des BMWK, [BMWK startet vierte Fondsgeneration des High-Tech Gründerfonds](#) vom 14.06.2022.

HTGF Seedfonds (HTGF I bis IV). Ziel von HTGF Opportunity ist es, Anschlussfinanzierungen für besonders aussichtsreiche Portfoliounternehmen sicherzustellen und die Lücke bei Wachstumsfinanzierungen in Deutschland insgesamt zu verringern. Für HTGF Opportunity stehen aktuell bis zu 660 Mio. EUR zur Verfügung.

### 1.3 Berichterstattung zum Zukunftsfonds im Rahmen des Statusberichts

Wie im vorangegangenen Kapitel dargelegt, sind die Bausteine des Zukunftsfonds mit Finanzmitteln in unterschiedlicher Höhe ausgestattet. Die Mittelausstattung der Bausteine kann während des Zusagezeitraums durch den Bund verändert werden. Die Entscheidung über die Reallokation der Anfangsmittelausstattung und über die Allokation noch freier Mittel erfolgt auf Grundlage von Überprüfungen des Zukunftsfonds, die mindestens alle drei Jahre stattfinden (d. h. 2024, 2027 und 2030) und von KfW Capital koordiniert werden.<sup>29</sup> Mit dem hier vorliegenden Statusbericht legt KfW Research die inhaltliche Grundlage für die Überprüfung 2024 vor. Aufgrund des Finanzierungsansatzes der zuerst gestarteten Bausteine über Fondsinvestments liegen Daten zur Umsetzung der Finanzierung in die Portfoliounternehmen erst mit entsprechendem zeitlichem Verlauf vor. Als einheitlicher Stichtag für alle Bausteine wurde deshalb der 31.12.2023 gewählt. Inhaltlich ist der vorliegende Statusbericht wie folgt gegliedert:

- **Analyse des deutschen VC-Markts (Kapitel 2).** Der Zukunftsfonds stellt eines der zentralen Förderinstrumente der Bundesregierung zur Weiterentwicklung des deutschen Wagniskapitalökosystems dar. Im Kapitel 2 werden daher die Märkte für Venture Capital und Venture Debt in Deutschland und Europa analysiert, um die wesentlichen Herausforderungen zu identifizieren. Dabei stehen die Entwicklung und der aktuelle Stand des deutschen VC-Markts – auch im Vergleich zu internationalen Peers – im Mittelpunkt.
- **Abgleich der Ziele des Zukunftsfonds mit den Herausforderungen im deutschen VC-Markt (Kapitel 3).** Auf Basis der Analyseergebnisse aus Kapitel 2 wird die Relevanz der Ziele des Zukunftsfonds insgesamt und der einzelnen Bausteine mit der aktuellen Marktentwicklung und den Herausforderungen im deutschen Wagniskapitalmarkt abgeglichen.

- **Gesamthafter Überblick über die Aktivitäten des Zukunftsfonds im Aggregat (Kapitel 4).** Aufgrund der Unterschiede der einzelnen Bausteine differenziert der Statusbericht in der Gesamtbetrachtung des Zukunftsfonds nach einzelnen Teilaspekten entlang der zum Einsatz kommenden Förderinstrumente (Direktbeteiligungen, Fondsinvestments, Dachfonds, Venture Debt, Globaldarlehen). In der Gesamtbetrachtung des Zukunftsfonds werden alle vor dem Stichtag 31.12.2023 gestarteten Bausteine berücksichtigt. Einbezogen sind daher: die ERP-ZF WF (Modul 1a aktiv seit 2021), die GFF EIF WF (seit 2021), der WFD (seit 2023), die ETCI (seit 2023), die GTF (seit 2023), RIG (seit 2023), VTGF 2.0 (seit 2022), der DTCF (seit 2023) und die EMF (seit 2023).

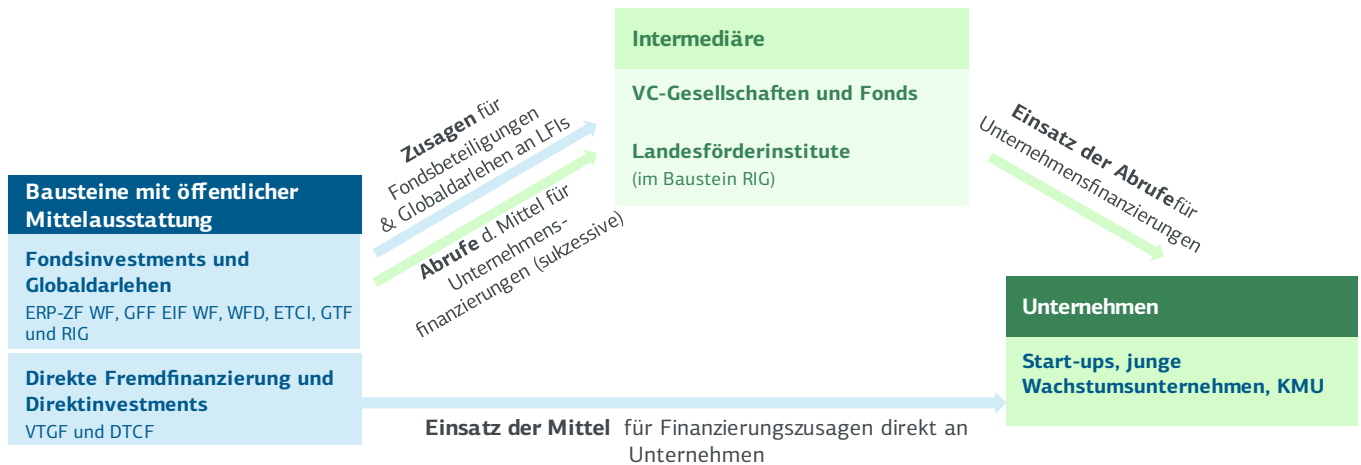
- **Überblick über den Stand einzelner Bausteine (Kapitel 5).** Für die detaillierte Einzelbetrachtung der Bausteine wurden nur die Bausteine berücksichtigt, die bereits vor 2023 Zusagen getätigt hatten, also die ERP-ZF WF, die GFF EIF WF und VTGF. Die Bausteine, die erst 2023 oder später mit ihrer Zusagetätigkeit begonnen haben, weisen noch zu kleine Transaktionsportfolien auf, um ein aussagekräftiges Bild ihrer Förderaktivität darlegen zu können.

Die Förderung des Wagniskapitalökosystems im Rahmen des Zukunftsfonds erfolgt zum einen über Zusagen an Intermediäre (Fonds und LFI). Diese rufen die zugesagten Mittel über die Zeit für die Finanzierung von Wachstumsunternehmen ab. Zum anderen erfolgt die Förderung über Bausteine mit Direktfinanzierungen, bei denen die Zusagen direkt an die zu finanzierenden Wachstumsunternehmen getätigt werden (Abbildung 2). Da ein zentraler Ansatz der meisten Bausteine des Zukunftsfonds die Förderung des Wagniskapitalmarkts über die Finanzierung von VC-Fonds darstellt, ist für die Einordnung deren Umsetzungsstands der zeitliche Verlauf des Lebenszyklus von VC-Fonds von wesentlicher Bedeutung (Abbildung 3).

Der typische VC-Fondslebenszyklus sieht drei aufeinanderfolgende Phasen vor, die sich in der Praxis meist auch leicht überschneiden. Es beginnt mit einer Fundraising Periode von 1–1,5 Jahren. Nach Abschluss der Fundraising Periode werden dann erste Investitionen in Unternehmen getätigt (siehe auch Box 1).

<sup>29</sup> Vergleiche „2. Grundsätze der Umsetzung des Zuweisungsgeschäfts, b. Baustein-Anteile Zuweisung, iii. Regelmäßige Überprüfung der Volumensallokation pro Baustein-Anteil“ des Konkretisierungsschreiben zum Zuweisungsschreiben zum Zukunftsfonds von BMWK und BMF vom 21. Juni 2021.

**Abbildung 2: Förderansätze im Zukunftsfonds über Intermediäre und direkte Unternehmensfinanzierung**



Quelle: KfW Research, eigene Darstellung.

Die Investitionsphase erstreckt sich in der Regel über einen Zeitraum von etwa fünf Jahren, in denen ein Portfolio mit erfolgversprechenden Unternehmen aufgebaut wird. Die Portfoliounternehmen selbst verwenden das im Rahmen der Beteiligung zur Verfügung gestellte Kapital zur Finanzierung von Geschäftstätigkeit und Wachstum. Ziel ist es, in der abschließenden Desinvestitionsphase die Beteiligungen an den Portfoliounternehmen wieder gewinnbringend zu veräußern.

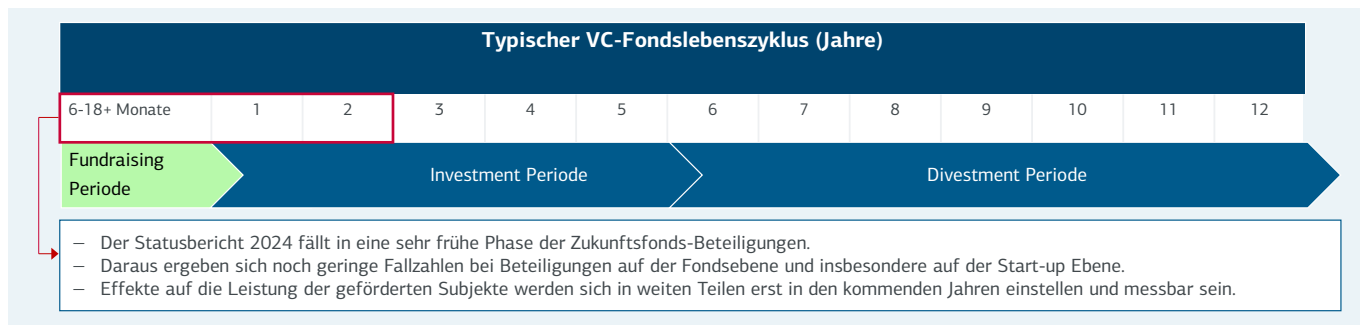
Der Erfolg eines Fonds kann typischerweise erst nach mehr als einem Jahrzehnt abschließend berechnet und beurteilt werden, wenn alle Exits aus den Portfoliounternehmen erfolgt sind. Stilisiert entwickelt sich die Fondsp performance entlang einer J-Kurve. Unmittelbar nach der Beteiligung an einem Unternehmen in der Investitionsphase hatten die Unternehmen häufig noch wenig Zeit, mit den vom Fonds eingeworbenen Mitteln Maßnahmen zu ergreifen, die den Unternehmenswert über den Anschaffungspreis des Fonds hinaus steigern. Demgegenüber fallen für den Fonds bereits Transaktionskosten an und die Gesamrendite des Fonds sinkt unter null. Mit der Zeit setzen die Unternehmen wertsteigernde Maßnahmen um, der Gesamtwert des Unternehmensportfolios steigt und der Fonds erzielt Exiterlöse durch Veräußerung seiner Unternehmensbeteiligungen. Über die Zeit steigen der Buchwert des Portfolios und die Rückflüsse an die Fondsinvestoren dann überproportional an. Die J-Kurve zeigt sich in der Praxis häufig verzerrt, weil sowohl Investments und Desinvestments weder gleichmäßig über die Zeit erfolgen noch jeweils gleich hoch sind und die einzelnen Portfoliounternehmen unterschiedlich erfolgreich sind. Einzelne Exits können die Fondsp performance wesentlich bestimmen. So kann eine negative Portfoliorendite

noch mit dem letzten Exit weit ins Positive drehen und zu einem überdurchschnittlichen Fondserfolg führen. Anders als bei öffentlichen Beteiligungen über Börsen mit aktuellen Kursen liegen für private Beteiligungen auch nur in viel größeren Abständen neue Bewertungen vor. Die Aussagekraft von Kennzahlen sowohl zu den Fonds als auch zu den Portfoliounternehmen zu einem frühen Zeitpunkt ist daher sehr eingeschränkt.

Die Förderansätze der Zukunftsfonds-Bausteine sind auf einen längeren zeitlichen Horizont ausgelegt. Angesichts des frühen Stadiums, in dem sich der Zukunftsfonds noch befindet, ist diese zeitliche Dimension für die Bewertung des Umsetzungsstands des Zukunftsfonds wesentlich. Die ersten Aktivitäten des Zukunftsfonds erfolgten durch Fondsbeteiligungen der Bausteine GFF EIF WF und ERP-ZF WF, die seit ihrem Start 2021 bis 2023 zwar bereits Fondsportfolien aufgebaut haben, angesichts ihres Planungshorizonts bis Ende 2030 den größten Teil aber noch aufbauen werden. Die Fonds, an denen sich diese Bausteine bisher beteiligt haben, befinden sich maximal in ihrer frühen Investitionsphase (Abbildung 3). Bei einer Betrachtung beispielsweise der Merkmale der Portfoliounternehmen muss daher berücksichtigt werden, dass die Fonds wiederum ihre Portfolien derzeit noch aufbauen und zum Teil noch über wenige Beteiligungen verfügen. Die Berichterstattung zum jetzigen Zeitpunkt kann daher lediglich einen frühen Zwischenstand der Aktivitäten des Zukunftsfonds darstellen. Eine abschließende Bewertung der Merkmale der Fonds und indirekt geförderten Unternehmen wird erst deutlich nach 2030 möglich sein.



Abbildung 3: Zeitlicher Verlauf des Lebenszyklus von VC-Fonds



Quelle: KfW Research, eigene Darstellung.



## 2. Der deutsche Venture Capital-Markt

In diesem Kapitel werden die Entwicklung und der aktuelle Stand des deutschen VC-Markts – auch im Vergleich mit internationalen Peers – analysiert, um die wesentlichen Herausforderungen im Markt zu identifizieren. Daran anknüpfend werden dann die Ziele des Zukunftsfonds als eines der zentralen Förderinstrumente der Bundesregierung zur Weiterentwicklung des deutschen Wagniskapitalökosystems eingeordnet. Folgende Themen und Entwicklungen werden dabei adressiert:

- Volkswirtschaftliche Bedeutung von Start-ups und Venture Capital.
- Entwicklung der VC-Finanzierungen von Start-ups.
- Fundraising und Fondsentwicklung.
- Venture Debt als zunehmend wichtiger Baustein im Finanzierungsmix von Start-ups.
- Exitsituation.
- Technologieschwerpunkte.
- Bedeutung von Nachhaltigkeit.

Die Analyseergebnisse bilden die Grundlage für den folgenden Abgleich mit den Zielen des Zukunftsfonds (Kapitel 3) und dienen als Hintergrund für die Darstellung der Aktivitäten des Zukunftsfonds und seiner Bausteine (Kapitel 4 und 5).

### 2.1 Volkswirtschaftliche Bedeutung von Start-ups und Venture Capital

Start-ups helfen dabei, neue Technologien markt- und gesellschaftsfähig zu machen, neue Märkte zu schaffen oder zumindest verkrustete Wirtschaftsstrukturen aufzubrechen und somit letztlich zukunftsfähige Arbeitsplätze zu schaffen – ganz im Sinn von Schumpeters „kreativer Zerstörung“. Dafür benötigen Start-ups die richtige Finanzierung. Je innovativer und wachstumsorientierter Start-ups sind, desto weniger kommt die klassische Kreditfinanzierung für sie infrage: Bankkredite passen weder zum Cashflow-Profil typischer Start-ups noch zu deren Risikoprofil.<sup>30</sup> Venture Capital passt dagegen sehr gut. Mit VC beteiligen sich Investoren an Start-ups. Dem hohen Risiko stehen damit hohe Renditechancen gegenüber, wenn sich im Erfolgsfall der Unternehmenswert erhöht und sich die Investoren wieder aus den Unternehmen zurückziehen, also ihre Beteiligungen veräußern (Exit), idealerweise im Zuge eines Börsenganges (IPO). So waren in den USA von den mehr als 9.000 IPOs im Zeitraum 1980–2023 40 % VC-finanziert, von den mehr als 3.000 Technologieunternehmen sogar 60 %.<sup>31</sup> Mit Microsoft, Apple, NVIDIA, Alphabet (Google) und Amazon wurden alle fünf nach aktueller Marktbewertung größten Unternehmen der Welt VC-finanziert.<sup>32</sup>

Insbesondere der positive Effekt von VC auf den Wachstums-, Innovations- und Kommerzialisierungserfolg von Start-ups ist in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur gut belegt.<sup>33</sup> So erhöhen VC-Investitionen das Umsatzwachstum, das Beschäftigungswachstum, die Patentanmeldungen und die Produktentwicklung/-einführung („time-to-market“) von Start-ups.<sup>34</sup>

<sup>30</sup> Hall (2002), Start-ups and their financing in Europe, EU Monitor Global Financial Markets, Deutsche Bank Research.

<sup>31</sup> Ritter, 2024, Initial Public Offerings: VC-backed IPO Statistics Through 2023, abgerufen am 01.07.2024.

<sup>32</sup> Marktbewertungen Stand 02.07.2024: Microsoft 3,39 Mrd. USD, Apple 3,32 Mrd. USD, NVIDIA 3,06 Mrd. USD, Alphabet (Google) 2,27 Mrd. USD und Amazon 2,05 Mrd. USD.

<sup>33</sup> “The literature research has identified the characteristics of venture capital financing, specifically there are evidences that venture capital funds trigger the growth of company, product development, inspire entrepreneurship and thus enhancing the competitiveness of start-ups”, Savaneviciene et al. (2015), Venture Capital a Catalyst for Start-Ups to Overcome the “Valley of Death”: Lithuanian Case, 4th World Conference on Business, Economics and Management, WCBEM, Procedia Economics and Finance 26 (2015) 1052–1059.

<sup>34</sup> Arqué-Castells (2012), How venture capitalists spur invention in Spain: Evidence from patent trajectories, *Research Policy*, 41: 897–912; Bernstein et al. (2015), The Impact of Venture Capital Monitoring, *Journal of Finance*, Volume 71, Issue 4, August 2016, S. 1591–1622; Crisanti et al. (2019), The VC factor: Data driven insights about VC-backed start-ups in Europe, Joint EIF – Invest Europe study, 5. Dezember 2019; Da Rin et al. (2011), A survey of venture capital research, NBER working paper n°17523; Kraemer-Eis et al. (2016), The European venture-capital landscape: an EIF perspective, Volume I: The impact of EIF on the VC ecosystem, EIF Research and Market Analysis, Working Paper 2016/34; Savaneviciene et al. (2015), Venture Capital a Catalyst for Start-Ups to Overcome the “Valley of Death”: Lithuanian Case, 4th World Conference on Business, Economics and Management, WCBEM, Procedia Economics and Finance 26 (2015) 1052–1059; Tykrová et al. (2012), Potential of Venture Capital in the European Union, Directorate General for Internal Policies; Policy Department A: Economic and Scientific Policy; Industry, Research and Energy; European Parliament.

Auf der Industrie- und Länderebene lässt sich für VC-Investitionen ein höherer Innovationsoutput nachweisen als bei direkten Ausgaben für Forschung und Entwicklung (FuE). So hat ein VC-Dollar einen rund dreimal so hohen gesamtwirtschaftlichen Effekt auf Patentanmeldungen wie ein FuE-Dollar.<sup>35</sup> Weil Wissen im Wesentlichen den Charakter eines öffentlichen Gutes hat, bleibt der Nutzen davon nicht auf die finanzierten Start-ups beschränkt: Durch Spillover-Effekte profitieren auch andere Unternehmen davon.<sup>36</sup> So können von Start-ups eingeführte Innovationen und neu erschlossene Märkte auch durch andere Akteure genutzt und bedient werden. Aufgrund dieser positiven externen Effekte spielt die Verfügbarkeit von VC auch volkswirtschaftlich eine äußerst wichtige Rolle.

Positive externe Effekte führen jedoch auch dazu, dass die privaten Renditen für Start-ups und ihre Investoren geringer sind als die gesamtwirtschaftlichen Renditen ihrer Aktivitäten. Deshalb ist der Anreiz für private Akteure (Gründerinnen und Gründer, Investoren) zu investieren und wirtschaftlich aktiv zu werden aus gesamtwirtschaftlicher Sicht zu gering.<sup>37</sup> Zudem ist die Finanzierung von Innovationen durch externe Finanzmittel schwierig.<sup>38</sup> Innovationsaktivitäten unterliegen hoher Unsicherheit und die Informationen über die Profitabilität entsprechender Projekte sind asymmetrisch zwischen Unternehmen und Kapitalgebern verteilt. Verwertbare Sicherheiten wie Patente werden nur im Erfolgsfall generiert, sodass die sonst übliche Lösung des Problems asymmetrischer Informationen über die Besicherung von Krediten entfällt. Die hieraus resultierende – aus gesamtwirtschaftlicher Sicht zu geringe – private Investitionsaktivität in Wagniskapital ist aus theoretischer Sicht ein Marktversagenstatbestand, der in vielen entwickelten Volkswirtschaften Anlass für staatliche Investition und Förderung ist.

<sup>35</sup> “Averaging across our preferred regressions, we come up with an estimate for  $b$  (the impact on patenting of a dollar of venture capital relative to a dollar of R&D) of 3.1”, Kortum und Lerner (2000), [Assessing the contribution of venture capital to innovation](#), RAND Journal of Economics, Vol. 31, Nr. 4, Winter 2000, S. 674–692; “Our estimates of  $b$  (the impact of an euro of private equity finance relative to a euro of industrial R&D) are generally positive and significant, but they tend to vary depending on the specification used. Averaging across different estimations, we come up with an average estimate of  $b$  of 2.6.”, Popov und Roosenboom (2009), [Does private equity investment spur innovation? Evidence from Europe](#), ECB Working Paper, Nr. 1063.

<sup>36</sup> “That knowledge has an important public good characteristic is generally recognized”, Romer (1987), [Increasing Returns and Long Run Growth](#), Journal of Political Economy 94, 1002–1037

<sup>37</sup> Schnitzer und Watzinger (2022), [Measuring the spillovers of venture capital](#), Review of Economics and Statistics, 104(2), 276–292.

### Box 3: Additionalität staatlicher Förderung

Die öffentliche Förderung des Ökosystems für Wagniskapital ist aufgrund verschiedener Marktversagenstatbestände insbesondere positiver externer Effekte angezeigt. Dabei ist auf einen zielgerichteten und effizienten Einsatz öffentlicher Mittel zu achten.

Die Stärkung privater Investitionsanreize kann als grundsätzliches Ziel öffentlicher Förderung angesehen werden. Mit Blick auf Wagniskapital heißt das: die privaten VC-Investitionen im Gesamtmarkt sollen nach der öffentlichen Förderung höher sein, als sie es ohne staatliche Intervention gewesen wären (Additionalität bzw. Crowding-in), etwa wenn Finanzierungen zustande kommen, die es allein mit privaten Mitteln nicht gegeben hätte. Additionalität kann sich zudem im Zeitverlauf einstellen, wenn private Akteure über öffentlich geförderte Projekte Erfahrungen und Expertise bei der Wagnisfinanzierung aufbauen, die sich in der Folge in einem stärkeren und erfolgreicherem privaten Engagement niederschlagen.

Ein Risiko staatlicher Förderung ist es jedoch, unbeabsichtigt private Investitionen teilweise oder gar vollständig zu verdrängen. Eine solche Situation eines Crowding-outs privater Mittel entstünde, wenn mit öffentlichen Mitteln Investitionen getätigt werden, die auch in Abwesenheit staatlicher Intervention aus privaten Mitteln in gleicher Weise finanziert worden wären. Dies würde Verzerrungen des Markts nach sich ziehen sowie fiskalische Kosten ohne einen entsprechenden gesamtwirtschaftlichen Mehrwert nach sich zu ziehen.

International angelegte empirische Studien zeigen, dass staatliche Unterstützung von VC-Investitionen private Investitionen eher ergänzen als verdrängen.<sup>39</sup> Für das Ergebnis ist jedoch die Ausgestaltung der Förderinstrumente entscheidend.<sup>40</sup> Ein wichtiges Merkmal aller Bausteine des Zukunftsfonds ist deshalb die Beteiligung privater Investoren. In allen Bausteinen sind die Finanzierungen an private Ko-

<sup>38</sup> Kerr und Nanda (2015), [Financing innovation](#), Annual Review of Financial Economics 7 (1), 445–462.

<sup>39</sup> Vgl. Leleux, und Surlemont (2003), [Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis](#), Journal of Business Venturing, 18(1), 81–104; Brander, Du und Hellmann (2015), [The effects of government-sponsored venture capital: international evidence](#), Review of Finance, 19(2), 571–618; Zhang, Fan und Liu (2024), [The effects of government venture capital: New evidence from China based on a two-sided matching structural model](#), Journal of Corporate Finance, 84, 102521.

<sup>40</sup> Colombo, Cumming und Vismara (2016), [Governmental venture capital for innovative young firms](#), The Journal of Technology Transfer, 41, 10–24.

Investitionen gekoppelt. Darüber hinaus wird grundsätzlich nach dem Pari-passu-Prinzip finanziert, d. h. unter der Voraussetzung, dass sich private Investoren gleichzeitig und zu gleichen Konditionen engagieren. Letzteres bedeutet, dass der Zukunftsfonds als Marktteilnehmer selbst zu marktkonformen Bedingungen agiert und somit nicht aufgrund einer möglichen Sonderstellung verzerrend in den Markt eingreift.

### „Software is eating the world“<sup>41</sup> oder VC als Schlüsselressource in der digitalen Wirtschaft

Unternehmen wie Google und Facebook stehen exemplarisch für die Riege junger Unternehmen mit digitalen, hoch skalierbaren Geschäftsmodellen. Solche Unternehmen können ihr Angebot schnell auf eine große Zahl an Kunden ausweiten und deren Nachfrage bedienen, ohne dass die Kosten in gleichem Maß mitwachsen. Je stärker die Kosten hinter dem Wachstum zurückbleiben, desto skalierbarer ist das Geschäftsmodell. Im Vergleich zur Gründungszeit der Vorreiter haben sich in den vergangenen zehn Jahren die Voraussetzungen für digitale Start-ups nochmals deutlich verbessert. Es gibt kaum mehr Wirtschaftsbereiche, die nicht von Software oder Web 2.0-Apps abhängig sind. Nach Einführung des iPhones 2007 hat sich die mobile Internetnutzung per Smartphone massenhaft ausgebreitet. Das brachte ein riesiges Potenzial für die Entwicklung innovativer digitaler Geschäftsmodelle. Gleichzeitig haben sich die Markteintrittshürden für digitale Start-ups aufgrund erodierender Investitionskosten beispielsweise durch Cloud Computing deutlich gesenkt. Die Wachstumstrajektorie digitaler Start-ups unterscheidet sich deshalb von klassischen Technologie-Start-ups.

Wenn digitale Start-ups global wettbewerbsfähig sein wollen, sind sie häufig dazu gezwungen nach der Entwicklung einer funktionierenden Beta-Version hochzuskalieren, also schnell viele Kunden anzuziehen (Marktanteil) und einen Vorsprung bei der Markenbekanntheit aufzubauen. Insbesondere bei Plattformansätzen ist eine solche Strategie notwendig, da es sich hier aufgrund von Netzwerkeffekten häufig um „Winner-take-most“-Märkte handelt. Im Unterschied zu klassischen Technologie-Start-ups entstehen bei ihnen die Kosten also nicht maßgeblich bei der Entwicklung und Verbesserung eines technischen Produktprototyps, sondern bei der Skalierung – auch wenn diese grundsätzlich

kosteneffizient erfolgt. Je höher und schneller skaliert werden soll, desto mehr Kapital wird benötigt. Ein starkes, weit entwickeltes VC-Ökosystem kann deshalb einen großen Wettbewerbsvorteil bei der Kommerzialisierung und Verbreitung innovativer Technologien bringen, VC kann daher als Schlüsselressource gesehen werden.

## 2.2 Entwicklung und Status Quo des deutschen VC-Markts

Die USA nehmen bei der Entwicklung von Venture Capital-Beteiligungen an jungen, technologieorientierten Wachstumsunternehmen international die Vorreiterrolle ein. Dort hatte die moderne VC-Industrie in den 1950er-Jahren ihre Anfänge. Basis dafür waren Technologieunternehmen, die sich mittels hochdotierter militärischer Aufträge für Forschung, Entwicklung und Fertigung gründen und entwickeln konnten. Im Vergleich dazu, ist der deutsche VC-Markt ähnlich wie in den meisten europäischen Ländern aufgrund bankbasierter Finanzsysteme jünger. Die ersten deutschen VC-Gesellschaften entstanden Anfang der 1980er-Jahre. Die USA haben also einen Entwicklungsvorsprung von etwa 30 Jahren. In Europa ist nur der VC-Markt im UK, wo der Kapitalmarkt für die Wirtschaft eine deutlich größere Rolle spielt, bereits älter und reifer als in Kontinentaleuropa.

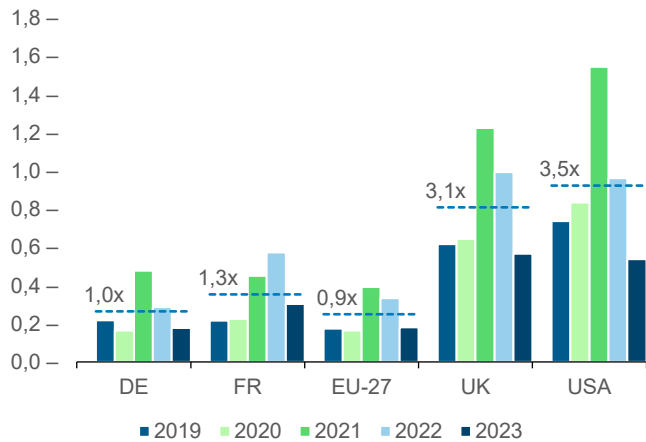
### VC-Markt in Deutschland ist gemessen am BIP im internationalen Vergleich nach wie vor klein

Die unterschiedlichen Entwicklungsstände spiegeln sich in der Größe der VC-Märkte gemessen am jeweiligen Bruttoinlandsprodukt (BIP) wider. So entsprachen die jährlichen Volumina der mit deutschen Start-ups von Investoren getätigten VC-Deals in den vergangenen fünf Jahren auf Basis der Transaktionsdaten von Dealroom.co (vgl. Abschnitt A) einer durchschnittlichen BIP-Quote von 0,26 % (Abbildung 4). Die deutsche BIP-Quote liegt somit knapp über dem Durchschnitt der EU-27 Länder mit 0,25 %. Frankreich, das insbesondere in den vergangenen drei Jahren im Rahmen wirtschaftspolitischer Initiativen öffentliches und privates Kapital für den VC-Markt mobilisiert hat, kommt auf 0,35 % und somit gemessen am BIP auf einen um ein Drittel größeren VC-Markt. Das UK und die USA liegen wiederum auf einem deutlich höheren Niveau. Deren VC-Märkte sind mit durchschnittlichen BIP-Quoten von 0,81 % und 0,92 % mehr als 3-mal so groß wie der deutsche.

<sup>41</sup> Marc Adreesen, [Why Software is Eating the World](#), Essay in The Wall Street Journal, 20. August, 2011.

**Abbildung 4: VC-Märkte in USA und im UK gemessen am BIP mehr als 3-mal so groß**

VC-Dealvolumen in Prozent des BIP (Ø 2019–2023)

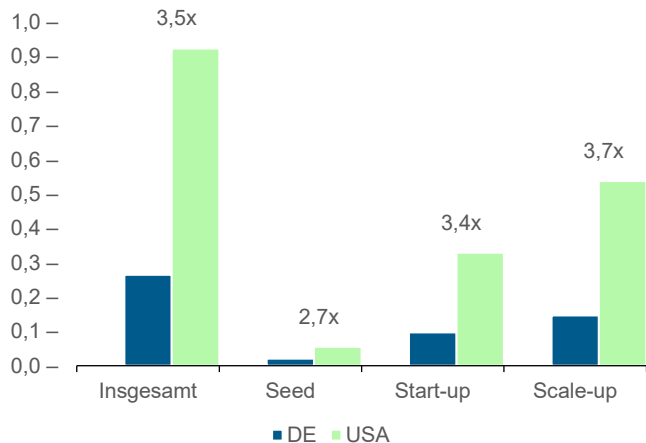


Quelle: KfW Venture Capital Dashboard Q2 2024 von KfW Research basierend auf Dealroom.co.

Der Faktor, um den insbesondere der US-Markt, den deutschen überragt, unterscheidet sich dabei nach Segmenten recht deutlich. So wurde in den USA in den letzten fünf Jahren gemessen am BIP ein etwa 2,7-mal so hohes Volumen an Seed-Finanzierung von Investoren bereitgestellt (Abbildung 5). Das Volumen an Start-up-Finanzierung war 3,4-mal, von Scale-up-Finanzierungen sogar 3,7-mal so hoch.

**Abbildung 5: VC-Markt in den USA ist vor allem im Scale-up-Segment deutlich größer**

VC-Dealvolumen in Prozent des BIP (Ø 2019–2023)



Quelle: KfW Research basierend auf Dealroom.co.

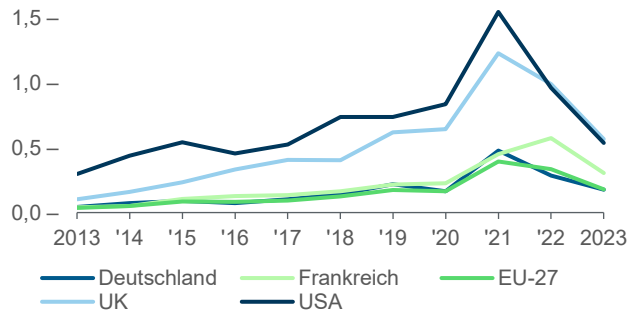
Während der Vorsprung der VC-Märkte in den USA und im UK historisch gewachsen ist, zeigt sich gegenüber Frankreich erst in den letzten beiden Jahren eine

<sup>42</sup> Mit der Tibi-Initiative wurde privates Kapital von französischen institutionellen Investoren für den VC-Markt mobilisiert.

Lücke (Abbildung 6). Ausschlaggebend hierfür war eine Initiative der französischen Regierung mit dem Ziel, das Start-up Ökosystem zu stärken. Mit Blick auf die Kapitalverfügbarkeit war der „Plan Tibi“<sup>42</sup> dabei das wichtigste Projekt, das 2022 gegen die internationale Marktabkühlung zu einem sichtbaren Anstieg der VC-Investitionen führte. Der internationale Rückstand Deutschlands auf dem VC-Markt kann volkswirtschaftlich zum Nachteil sein.

**Abbildung 6: Lücke zu internationalen Peers - seit zwei Jahren auch zu Frankreich**

VC-Dealvolumen in Prozent des BIP



EU-27 beinhaltet Deutschland und Frankreich.

Quelle: KfW Research basierend auf Dealroom.co.

**Positive Entwicklung des VC-Markts in Deutschland**

Das Volumen der VC-Deals in Deutschland hat sich in den letzten Jahren sehr positiv entwickelt. Der deutsche VC-Markt ist deutlich größer und reifer geworden, auch wenn der Rückstand auf wichtige Vergleichsmärkte teilweise größer wurde. Zwar befindet sich der VC-Markt seit der inflationsbedingten Zinswende von Anfang 2022 in einer Abkühlungsphase, das völlig unerwartete Ausnahmejahr 2021 sollte hier aber nicht der Maßstab sein. Bei der Verdreifachung des VC-Dealvolumen auf 18,6 Mrd. EUR im Vergleich zum Vorjahr (5,8 Mrd. EUR) wurde bereits vor Übertreibungen im Markt gewarnt<sup>43</sup> (Abbildung 7:). Im vergangenen Jahr 2023 haben deutsche Start-ups insgesamt rund 7,1 Mrd. EUR VC eingeworben. Der deutsche VC-Markt erreichte somit in etwa das Niveau des Jahres 2019, zeigt sich also bei seiner Anpassung an das neue Zinsumfeld als sehr robust.

**Abhängigkeit im Wachstumsbereich insbesondere von US-Investoren**

Der Investitionsboom 2021 wurde insbesondere durch US-Investoren befeuert, die dann deutlich stärker als zuvor in Europa aktiv wurden. Dabei stachen

<sup>43</sup> Rammer et al. (2023), Studie zu Finanzierungs- und Förderbedarfen von Grünen Gründungen: Bericht an die KfW Bankengruppe. Abschlussbericht, ZEW-Gutachten und Forschungsberichte, ZEW – Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim.

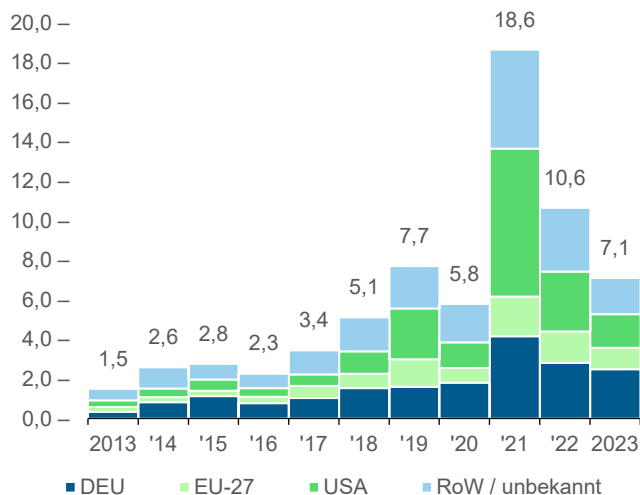


Crossover-Investoren hervor, also Investoren, die typischerweise eigentlich keine VC-Direktinvestitionen durchführen, wie Private Equity-Fonds, Hedge-Fonds oder institutionelle Investoren, und bereit waren, große Summen zu hohen Bewertungen zu investieren. Genauso schnell wie diese Investoren den deutschen VC-Markt emporhoben, zogen sie sich nach der Zinswende aber wieder zurück. Denn diese Akteure investieren typischerweise prozyklisch. Ihre Aktivität steigt, wenn die wirtschaftliche Situation gut und Kapital vorhanden ist. Sie ziehen sich aber wieder zurück, wenn das Pendel umschlägt.<sup>44</sup>

Mit der Zinswende ist das Pendel umgeschlagen. Steigende Zinsen bedeuten sinkende Bewertungen. Aufgrund der Unsicherheit darüber, wie weit die Bewertungen zurückgehen werden, hielten sich Investoren zunächst grundsätzlich zurück. Medial wurde das Bild einer Investitionsflaute gezeichnet, obwohl sich der Markt bereits ab Mitte 2022 wieder stabilisierte und seither in den Folgequartalen beständig VC-Deals in Anzahl und Volumen abgeschlossen wurden wie vor 2021.

### Abbildung 7: Volumen der VC-Deals in Deutschland sind deutlich gestiegen

Volumen von VC-Deals mit deutschen Start-ups nach Investorenherkunft in Mrd. EUR



Quelle: KfW Research basierend auf Dealroom.co.

Die Gründe, weshalb ausländische Investoren in deutsche Start-ups investieren, sind vielfältig. Für US-Investoren zählt das Bewertungsniveau dazu. In den USA wird Unternehmen typischerweise ein höheres Bewertungsniveau zugestanden als in Deutschland

und Europa. Die dort höheren Bewertungen kommen zwar zum Teil durch bessere Wachstums- und Exitperspektiven (Abbildung 16) zustande – hier ist die regulatorische, aber auch kulturelle Fragmentierung des europäischen Markts ein Grundproblem für hiesige Start-ups – dennoch wird das Bewertungsniveau in Deutschland und Europa grundsätzlich als günstiger wahrgenommen. Bei exitnäheren Start-ups, also in späteren Finanzierungsrunden, spielt daher möglicherweise auch eine Art Bewertungsarbitrage eine Rolle: es wird hier bei einem „günstigeren“ Bewertungsniveau in Start-ups investiert, mit dem Ziel, dann in den USA bei einem höheren Bewertungsniveau den Exit zu machen.

Dafür spricht, dass ausländische Investoren bei größeren (also eher späteren) Deals häufiger vertreten sind. Mehr als die Hälfte der VC-Deals über 50 Mio. EUR in Deutschland werden allein von ausländischen Investoren durchgeführt (Abbildung 8). Neuere Studien deuten darauf hin, dass die Beteiligung ausländischer VC-Investoren kausal zumindest das Risiko eines ausländischen Exits (d. h. Trade-sale an ausländische Unternehmen oder IPO an ausländischen Börsen) erhöht.<sup>45</sup> Das höhere Gewicht ausländischer Investoren in späteren Finanzierungsrunden hängt aber auch damit zusammen, dass ihnen aufgrund ihrer Marktferne bei frühen Finanzierungsrunden Screening und Due Diligence schwerer fallen. Informationsdefizite sind in späteren Runden geringer, was die Investitionstätigkeit dort erleichtert – insbesondere auch, weil in den USA im Scale-up-Segment ja ein deutlich höheres Finanzierungsvolumen zu Verfügung steht, wie bereits gezeigt wurde.

Innerhalb Europas weist der deutsche VC-Markt 2023 aus Investorensicht folgende Stärken auf, die somit für die Weiterentwicklung eine wichtige Rolle spielen können:<sup>46</sup>

- Stärke des Dealflows, also der Investitionsoportunitäten für VC-Investoren, und Größe des Markts.
- Staatliche Unterstützung, ein erstklassiges Ökosystem und akademische Exzellenz im Technologiebereich.
- Führungsposition bei Cleantech-Innovationen und klimatechnischen Lösungen.

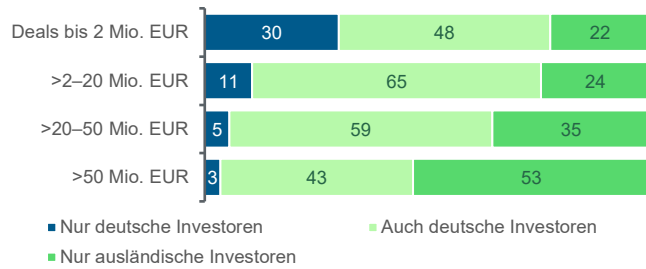
<sup>44</sup> Kraemer-Eis und Croce (2023), [EIF VC Survey 2023: Market sentiment, scale-up financing and human capital](#).

<sup>45</sup> Weik et al. (2024), [Venture capital and the international relocation of startups](#), Research Policy, Volume 53, Issue 7.

<sup>46</sup> EIF (2023), [EIF VC Survey 2023: Market sentiment, scale-up financing and human capital](#).

**Abbildung 8: Je größer die VC-Deals, desto größer der Anteil ausländischer Investoren**

Investorenherkunft bei VC-Deals in Deutschland in Prozent (Ø 2021–2023)



Quelle: KfW Research basierend auf Dealroom.co.

Ein weiterer Grund für die große Bedeutung ausländischer Investoren bei großen Wachstumsfinanzierungen ist, dass der deutsche VC-Markt diese nur sporadisch allein aus eigener Kraft stemmen kann. Im deutschen (und europäischen) VC-Ökosystem gibt es zu wenige Fonds mit einem ausreichend großen Volumen, um große Finanzierungsrunden regelmäßig allein oder zusammen mit anderen deutschen Investoren durchzuführen. Denn das Fondsvolumen determiniert aufgrund von Diversifizierungsvorgaben den maximalen Betrag (somit auch die maximale Dealgröße), den ein Fonds in ein einzelnes Start-up investieren kann.<sup>47</sup> Hier hat der US-Markt einen deutlichen Vorteil.

**2.3 Fundraising und Fonds**

Bevor VC-Fonds in Start-ups investieren können, müssen die Fondsiniiatoren zuerst die finanziellen Mittel von Kapitalanlegern einwerben (Box 1). Dieses Fundraising dauert in der Regel 1–1,5 Jahre, je nach Fondskonzept und wirtschaftlichem Umfeld teilweise auch deutlich länger. Das VC-Angebot für Start-ups hängt also wesentlich davon ab, wie viel Anlagekapital eingeworben werden kann. Dabei steht die Assetklasse „VC“ in Konkurrenz zu anderen Assetklassen wie Aktien, Anleihen oder Immobilien.

Im Niedrigzinsumfeld der vergangenen Dekade hatten alternative Assets wie Venture Capital aufgrund ihrer Renditechancen einen deutlichen Kapitalzufluss erfahren. Sowohl in Europa als auch in den USA stieg die Anzahl der VC-Fonds mit erfolgreich abgeschlossenem Fundraising und deren eingeworbene Mittel bis zum Jahr 2021 trendmäßig an (Abbildung 9). Die Zinswende seit Anfang 2022 war jedoch eine Zäsur für den VC-Markt. Im Rahmen der Zinswende hoben Notenbanken zur Inflationsbekämpfung die Leitzinsen international

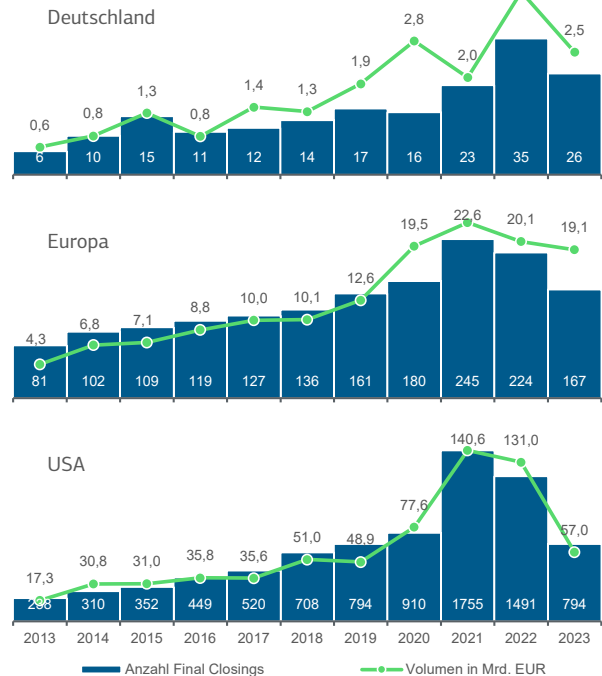
<sup>47</sup> "Larger funds can write bigger checks, do more follow-ons, and have their pick of the best startups due to their largesse and qualities", Graham (2019), State of the Venture Capital Industry in 2019, Topal.

stark und konsequent an. Die steigenden Zinsen machten nach der langjährigen Niedrigzinsphase Assetklassen wie Anleihen für Kapitalanleger wieder sehr viel attraktiver, zum anderen führten sie dazu, dass die Gewichtungen der Assetklassen in den Anlageportfolien sich plötzlich verschoben: der Wert liquider Anlagen wie Aktien sank deutlich, wodurch vielfach die Zielallokation illiquider und somit weniger schwankungsanfälliger Assets (wie VC) in den Anlageportfolien überschritten wurde (sog. Denominator-Effekt).

Aufgrund attraktiver werdender Alternativen und des Denominator-Effekts hielten sich die Kapitalanleger mit neuen VC-Anlagen zurück. Das Fundraising wurde für Fondsiniiatoren somit deutlich schwieriger (d. h. Meilensteine wie First Closing oder Zielvolumen zu erreichen) und zeitaufwändiger. Gut vernetzten und erfahrenen Fondsiniiatoren, die bereits einen guten Track Record vorweisen können, fällt es in einem solchen Umfeld leichter Kapital für einen neuen Fonds einzuwerben als Neulingen. Diese leiden daher besonders unter den Marktbedingungen.

**Abbildung 9: Final Closings spiegeln Wachstum der Assetklasse "VC" wider – widrige Marktbedingungen zuletzt sichtbar**

Final Closings von VC-Fonds, Anzahl und Volumen



Anmerkung: Final Closings von Fonds der Assetklasse „Venture Capital“, Geografische Europa-Abgrenzung.

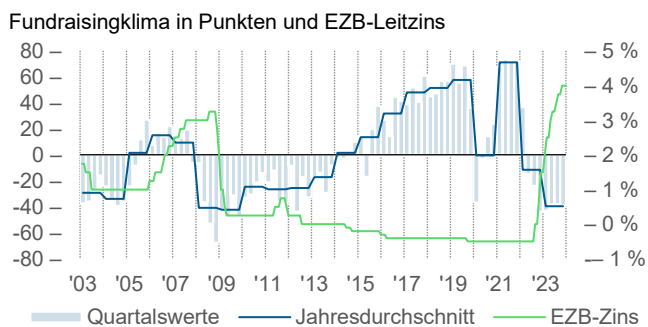
Quelle: KfW Research basierend auf Preqin.



Mit der Zinswende trübte sich das Fundraisingklima, also die Beurteilung von Lage und Erwartungen des Fundraisingumfeld durch VC-Investoren, in Deutschland entsprechend unmittelbar und sehr stark ein und rutschte 2023 auf das Tiefstniveau der Finanzkrise 2008/2009 ab (Abbildung 10). Aufgrund der Dauer des Fundraisingprozesses schlug sich das erschwerte Marktumfeld erst zeitverzögert in der zu beobachtenden Anzahl und dem Volumen neu aufgelegter Fonds nieder. So ging die Fundraisingaktivität in Europa und den USA gemessen an den Final Closings erst 2023 spürbar zurück. Der Blick auf die Fundraisingaktivität offenbart zudem, dass der Boom im Jahr 2021 sowie die anschließende Abkühlung des Markts in den USA deutlich ausgeprägter war als in Europa (Abbildung 9).

Anders als beim zwischenzeitlichen Einbruch des Fundraisingklimas im Coronajahr 2020, der maßgeblich die pandemiebedingte Unsicherheit widerspiegelte, haben sich mit der Zinswende die realen wirtschaftlichen Gegebenheiten verändert. Seit Herbst 2022 haben sich die Kurse an den Aktienmärkten allerdings wieder erholt und mittlerweile neue Rekordstände markiert. Das Problem des Denominator-Effekts hat sich somit wieder entschärft. Darüber hinaus war die Inflationsbekämpfung erfolgreich, international stehen daher Zinssenkungen in Aussicht. Die EZB hat für den Euroraum den Leitzins im Juni 2024 bereits gesenkt. Für das Fundraisingklima ist daher wieder eine positive Entwicklung zu erwarten.

**Abbildung 10: Niveau des VC-Fundraisingklimas Ende 2023 so schlecht wie zur Finanzkrise**



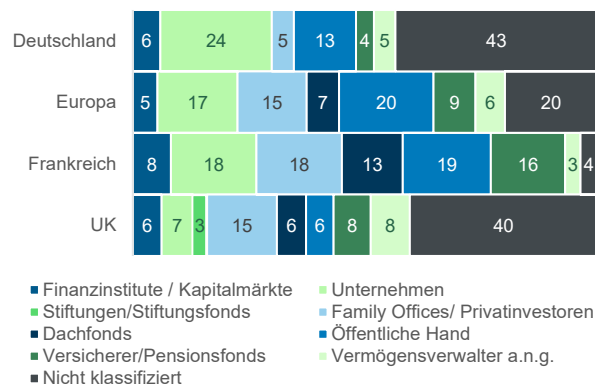
Quelle: German Venture Capital Barometer.

Im Zeitraum 2021–2023 haben in Deutschland ansässige VC-Fonds rund 8,28 Mrd. EUR an Mitteln eingeworben (Abbildung 9). Die mit einem Anteil von 24 % wichtigste Quelle waren dabei Unternehmen (Abbildung 11). Die nächstgrößte Quelle mit einem Beitrag von 13 % war die öffentliche Hand. Bei einem wesentlichen Teil des eingeworbenen Kapitals (43 %) sind die Quellen allerdings unklar. Hierdurch wird vermutlich die Kapitalherkunft aus privaten Quellen unterschätzt, da

die Transparenz bei öffentlichen Quellen in der Regel höher ist.

**Abbildung 11: Institutionelle Investoren haben nur kleinen Anteil am Fundraising deutscher VC-Fonds**

Fundraisingquellen in Prozent (Ø 2021–2023)



Quelle: KfW Research basierend auf Invest Europe.

Ein Vergleich der Mittelherkunft von VC-Investments in verschiedenen Ländern kann wichtige Hinweise darauf geben, welche Quellen stärker aktiviert werden können. Der Anteil von Unternehmen an den von VC-Fonds in den Jahren 2021–2023 eingeworbenen Mitteln ist in Deutschland mit 24 % überdurchschnittlich hoch. Andere private Quellen, wie Family Offices, Versicherer / Pensionsfonds oder Dachfonds leisten dagegen nur einen geringen Beitrag zu den Anlagen in deutsche VC-Fonds. So stellen beispielsweise Versicherer und Pensionsfonds nur 4 % der von deutschen Fonds eingeworbenen Mittel. Im UK und in Europa sind es anteilig etwa doppelt so viel Mittel, in Frankreich im gleichen Zeitraum gar viermal so viel. Somit liegt in der Mobilisierung privaten Kapitals, insbesondere von großen Kapitalsammelstellen wie etwa Versicherungen und Pensionsfonds, nach wie vor ein großes Entwicklungspotenzial für den VC-Markt.

Bei der Interpretation der vorliegenden Daten ist allerdings Vorsicht geboten. Denn bei einem recht hohen Anteil der Mittel ist die Herkunft unbekannt. Europaweit sind es 20 % der in den Jahren 2021–2023 eingeworbenen Mittel, im UK und in Deutschland sind es gar 40 % und 43 %. Aufgrund der in unterschiedlichem Ausmaß fehlenden Werte ist die Interpretation des Ländervergleichs schwierig. Der Anteil der öffentlichen Hand am Fundraising dürfte allerdings eher ihren tatsächlichen Beitrag widerspiegeln als die Anteile der privaten Quellen, die vermutlich höher sind. Grund für diese Annahme ist, dass eine unbekannte Mittelherkunft bei privaten Quellen wahrscheinlicher ist als bei öffentlichen Quellen mit in der Regel höherer Transparenz.

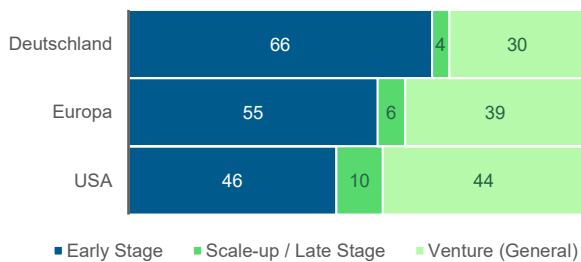
### Scale-up-Gap beim VC-Angebot in Deutschland und Europa

Seit langem wird im deutschen und europäischen VC-Ökosystem ein Defizit beim Angebot von Mitteln bei großvolumigen Runden im Wachstumsbereich zugeschrieben.<sup>48</sup> Diese Feststellung war bereits bei Initiierung des Zukunftsfonds Anlass für eine strategische Ausrichtung verschiedener Bausteine an einer Verbesserung des Finanzierungsangebots für Start-ups im Wachstumsbereich (vgl. Abschnitt 1.1).

Dass der Fokus des Wagniskapitalangebots in den USA nach wie vor stärker auf Scale-ups ausgerichtet ist als in Deutschland und Europa, legt unter anderem die Verteilung der bei neuen Fonds eingeworbenen Mittel entlang deren Investmentstrategie nahe (Abbildung 12). So wurden in Deutschland zwischen 2021 und 2023 66 % der Mittel von Fonds eingeworben, die auf Beteiligungen in frühen Finanzierungsphasen spezialisiert sind. In Europa waren es 55 %, in den USA weniger als die Hälfte der von Fonds eingeworbenen Mittel. Nur 4 % der verwalteten Mittel in Deutschland entfallen auf Fonds mit einer dezidiert auf den Scale-up-Bereich ausgerichteten Anlagestrategie. In den USA sind es mit 10 % anteilig mehr als doppelt so viel.

#### Abbildung 12: In den USA mehr Mittel bei Fonds mit Investmentfokus auf den Wachstumsbereich

Anteil der Investmentstrategien neu aufgelegter Fonds bezogen auf das gesamte Fundraisingvolumen in Prozent (2021–2023)



Quelle: KfW Research basierend auf Preqin.

Da der Kapitalbedarf von Scale-ups vergleichsweise groß ist, ist es für ein geeignetes VC-Angebot im Wachstumsbereich wichtig, dass Investoren Fonds mit hinreichender Größe auflegen können (investors with „deep pockets“)<sup>49</sup> Denn für eine angemessene Diversifizierung des Fondsportfolios dürfen Einzelinvestments keinen zu hohen Anteil des Portfolios der Fonds ausmachen. Auch aus Sicht der Start-ups führt eine Beteiligung zu vieler kleiner Investoren zu einer zu diversen und unhandlichen Beteiligungsstruktur, die schwerer zu

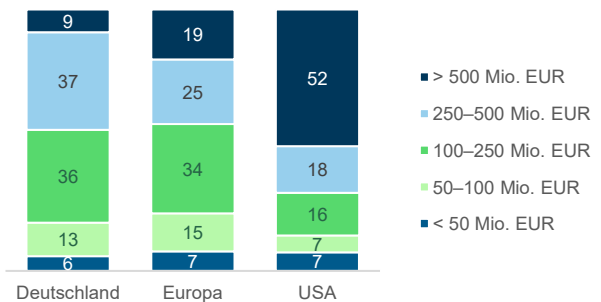
<sup>48</sup> Z.B. Ambrosio, Brasili und Niakaros (2021). European Scale-Up Gap: Too few good companies or too few good investors. European Commission, Directorate-General for Research and Innovation.

verwalten ist. Zudem sind größere Investoren besser in der Lage, bei Bedarf weitere Mittel für eine Anschlussfinanzierung von Unternehmen im eigenen Bestandsportfolio bereitzustellen.

Bei den durch große VC-Fonds verwalteten Mitteln ist ein deutlicher Abstand von Deutschland und Europa zu den USA festzustellen. So wurden zwischen 2021–2023 in den USA 70 % aller durch neu aufgelegte VC-Fonds eingeworbenen Mittel durch Fonds eingesammelt, die jeweils ein Fondsvolumen von 250 Mio. EUR und mehr erreichten (Abbildung 13). In Deutschland und Europa waren es zum Vergleich mit 46 % beziehungsweise 44 % jeweils weniger. Noch deutlicher wird der Unterschied bei „sehr großen“ Fonds mit einem Volumen von 500 Mio. EUR und mehr. In den USA werden knapp über die Hälfte aller eingeworbenen Mittel von solchen Fonds verwaltet. In Europa insgesamt sind es knapp ein Fünftel aller Mittel, in Deutschland nur knapp ein Zehntel. Die Förderung von Marktbedingungen, die auch diesseits des Atlantiks das Entstehen großer Fonds begünstigen, stellt vor diesem Hintergrund nach wie vor ein wichtiges wirtschaftspolitisches Handlungsfeld dar.

#### Abbildung 13: In den USA ist in großen Fonds anteilig mehr Kapital als in Deutschland und Europa

Anteil des Gesamtvolumens neu aufgelegter Fonds nach Fondsgrößenklassen in Prozent (2021–2023)



Quelle: KfW Research basierend auf Preqin.

### 2.4 Venture Debt als zunehmend wichtiger Teil im Finanzierungsmix von Start-ups

Ergänzend zur Beteiligungsfinanzierung über VC hat sich (ausgehend von den USA) über die Jahre ein Markt für Fremdkapital für Start-ups, so genanntes Venture Debt (VD), etabliert.<sup>50</sup> Im Vergleich zu Venture Capital ist Venture Debt darauf ausgelegt, dass das geliehene Kapital unter der Entrichtung von Zinsen vollständig zurückgeführt wird. Im Unterschied zur

<sup>49</sup> Duruflé, Hellmann und Wilson (2018). From start-up to scale-up. Oxford Scholarship Online.

<sup>50</sup> Viète (2023), Venture Debt in Deutschland und Europa: eine Bestandsaufnahme, KfW Research, Fokus Volkswirtschaft Nr. 441.

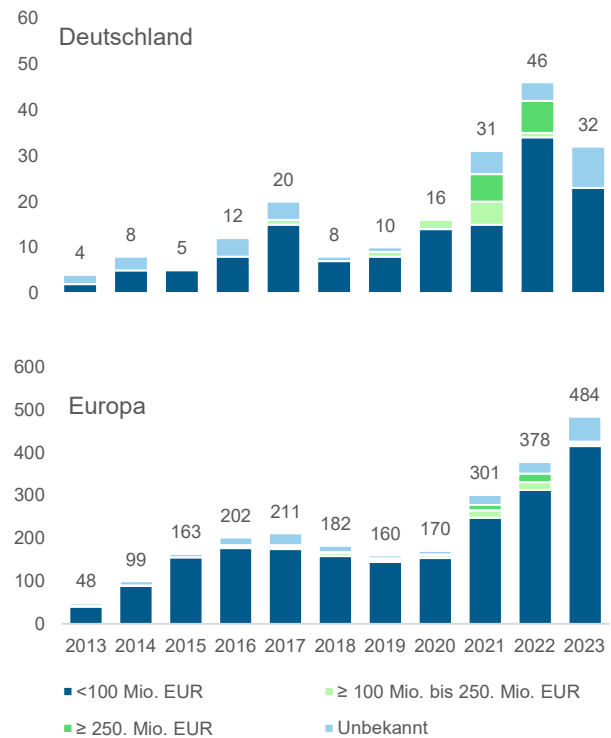
konventionellen Bankenfinanzierung, die sich am bestehenden Cashflow oder vorhandenen physischen Assets zur Besicherung orientiert, richten VD-Geber ihre Finanzierungsentscheidung jedoch daran aus, wie wahrscheinlich ein Start-up in der Zukunft Wachstum generieren, und so erfolgreich neues Eigenkapital einsammeln oder profitabel werden kann. VD eignet sich daher vor allem für Start-ups in späteren Wachstumsphasen und fungiert im Finanzierungsmix komplementär zur klassischen Finanzierung mit VC. Aus Sicht der Start-ups liegt der zentrale Vorteil der VD-Finanzierung darin begründet, dass keine oder nur in geringerem Umfang (durch Warrants) Gesellschaftsanteile abgegeben werden und es somit nicht zu einer Verwässerung der Anteile von Gründerinnen, Gründern und Bestandsinvestoren kommt. Über die Aufnahme von VD können Start-ups vor der nächsten Finanzierungsrunde und Bewertung wertsteigernde Meilensteine umsetzen oder eine Neubewertung zu ungünstigen Marktsituationen vermeiden.

Bei Venture Debt handelt es sich um eine vergleichsweise junge Finanzierungsform. Der Markt für VD ist in Deutschland und Europa noch sehr klein. In den vergangenen zehn Jahren ist jedoch ein deutliches Wachstum zu verzeichnen (Abbildung 14). Insbesondere während der Abkühlung des VC-Markts nach 2021 und den damit einhergehenden erschwerten Bedingungen bei der Equity-Finanzierung nahm VD vermehrt eine Rolle als ergänzende Finanzierungsform für Start-ups ein. VD diene Start-ups in dieser Marktlage häufiger zur Sicherung von zusätzlicher Liquidität und die Aktivität auf dem VD-Markt in Deutschland und Europa zog nochmals an.

Insgesamt trägt VD zum Schließen der Lücke zwischen Beteiligungen über Wagniskapital und klassischer Banken- und Kapitalmarktfinanzierung für reifere Unternehmen bei. Da der Finanzierungsbedarf im deutschen und europäischen Start-up-Ökosystem immer häufiger durch Unternehmen in späteren Wachstumsphasen geprägt ist, ist auch in Zukunft von einer steigenden Bedeutung von VD-Angeboten auszugehen.

### Abbildung 14: Venture Debt-Deals in Deutschland und Europa noch selten aber zunehmend

Anzahl der Venture Debt Deals nach Größe der Einzelfinanzierung



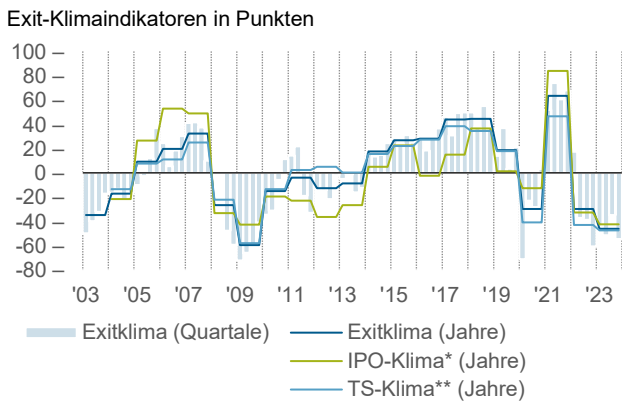
Quelle: KfW Research basierend auf Dealroom.co.

## 2.5 Exits

VC-Fonds investieren mit dem Ziel, ihren Portfoliounternehmen die Weiterentwicklung zu finanzieren, am dadurch steigenden Unternehmenswert zu partizipieren und mit den beim Beteiligungsverkauf realisierten Exiterlösen Rückflüsse für ihre Investoren zu generieren (Box 1). Diese Rückflüsse werden von den Kapitalanlegern häufig wieder in der Assetklasse VC angelegt. Darum ist das aktuelle Exitklima eine weitere Ursache für das schlechte Fundraisingklima. Denn hohe Exiterlöse zu erzielen, wurde in den letzten beiden Jahren international deutlich schwieriger und somit Rückflüsse an die Fondsanleger geringer. So ist seit Anfang 2022 bis Ende 2023 die Rückflussquote von US VC-Fonds im Durchschnitt auf ein 14-Jahres-Tief gefallen.<sup>51</sup> Das Exitklima, also die Beurteilung der Lage und Erwartungen zum Exitumfeld durch VC-Investoren, ist auch in Deutschland entsprechend deutlich eingebrochen (Abbildung 15).

<sup>51</sup> Gao (2024), US VC Fundraising From an LP Perspective, PitchBook Analyst Note.

**Abbildung 15: Exitklima so schlecht wie zur Finanzkrise**



\* IPO: Initial Public Offerings \*\* TS: Trade Sales

Quelle: German Venture Capital Barometer.

Ein Grund für die geringeren Exiterlöse ist zum einen die zinswendebedingt sinkenden Unternehmensbewertungen. Zum anderen aber auch, dass IPOs als typischerweise rendite- und erlösstärkste Exitform deutlich seltener stattfanden. So war in den USA die Zahl von IPOs VC-finanzierter Unternehmen in der jüngeren Vergangenheit nur in den Jahren der Finanzkrise 2008/2009 kleiner als 2022/2023.<sup>52</sup> Mit der Zinswende gingen die Kurse an der weltweit wichtigsten Technologiebörse, der NASDAQ, bis Ende 2023 auf Talfahrt. In fallenden Märkten werden IPOs typischerweise vermieden. Bis Ende 2022 hatten die Kurse dort die Verluste zwar fast wieder wettgemacht, dennoch stieg die Zahl der IPOs nur wenig an. Selbst im ersten Halbjahr 2024, in dem neue Rekordstände erreicht wurden, blieb die IPO-Tätigkeit vergleichsweise gering. Möglicherweise fehlte das Vertrauen in die Nachhaltigkeit der Kurserholungen. Der TecDax als der in Deutschland wichtigste Index für Technologieaktien, hat bis Ende 2023 (und auch bis zum 1. Halbjahr 2024) nur etwa die Hälfte seiner Verluste nach der Zinswende wieder aufgeholt. Trotz der Erholung ist das IPO-Klima nach dem Einbruch 2022 im Jahr 2023 weiter abgesackt.

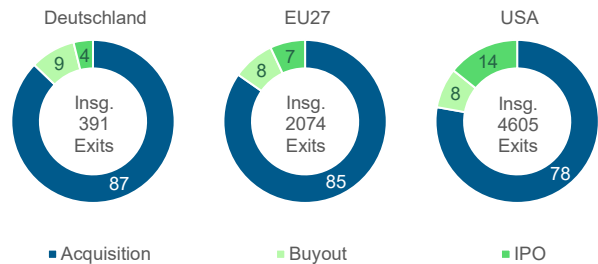
Obwohl IPOs typischerweise am rendite- und erlösstärksten sind, erfolgen Exits am häufigsten über Trade-sales, also die Veräußerung der Unternehmensbeteiligungen an strategische Investoren, die sich so neue Technologien oder Geschäftsmodelle ins Unternehmen holen. Das hat mit den höheren Anforderungen zu tun, die bei IPOs an Unternehmen gestellt werden, bspw. an Größe, Entwicklungsstand und Prognostizierbarkeit der zukünftigen Cashflows. Das Trade-sale-Klima war 2022 etwas stärker eingebrochen als

das gesamte Exitklima, lag 2023 dann aber auf einem ähnlich geringen Niveau. Die Zahl der Trade-sales lag in den vergangenen beiden Jahren allerdings sogar etwas über dem bereits hohen Niveau des Jahres 2021.<sup>53</sup> Für die Diskrepanz zwischen Exitaktivität und -klima dürfte der eingangs erwähnte Bewertungsdruck verantwortlich sein, der trotz der hohen Anzahl an Trade-sales zu sinkenden Exiterlösen führte.

Im Zeitraum 2021–2023 gab es bei deutschen Start-ups 391 Exitdeals. 87 % davon waren Acquisitions/Trade-sales, nur 4 % IPOs. In den USA waren IPOs VC-finanzierter Start-ups aufgrund der dort größeren Aufnahmefähigkeit der Kapitalmärkte mehr als dreimal so wahrscheinlich (Abbildung 16).

**Abbildung 16: Trade-sales dominieren Exits, IPOs VC-finanzierter deutscher Start-ups selten**

Exits in Prozent (2021–2023)



Quelle: KfW Research basierend auf Dealroom.co.

## 2.6 Technologiebereiche

Im Zeitraum 2021–2023 lag bei VC-Investitionen in Deutschland ein Schwerpunkt auf dem Fintech-Sektor. Etwa 15 % der 36,3 Mrd. EUR Dealvolumen in diesen Jahren entfielen auf Fintech-Start-ups (Abbildung 17). Insgesamt entfielen drei Viertel des Dealvolumens auf die acht Sektoren Fintech (15 %), Lebensmittel (11 %), Energie (11 %), Gesundheit (10 %), Unternehmenssoftware (10 %), Transport (8 %), Marketing (6 %) und Immobilien (4 %). Das restliche Viertel verteilte sich auf andere Sektoren wie Sicherheit, Medien, Bildung, Reisen oder Robotik. Dabei ist anzumerken, dass Klassifizierungen in Technologiebereichen und Industrien stets mit Unschärfen behaftet sind. So können einzelne Unternehmen in verschiedenen Bereichen aktiv sein. Zudem handelt es sich etwa bei digitalen Anwendungen oft um Querschnittstechnologien, die verschiedenen Bereichen zugeordnet werden können. Nicht immer ist in solchen Fällen der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit eindeutig.

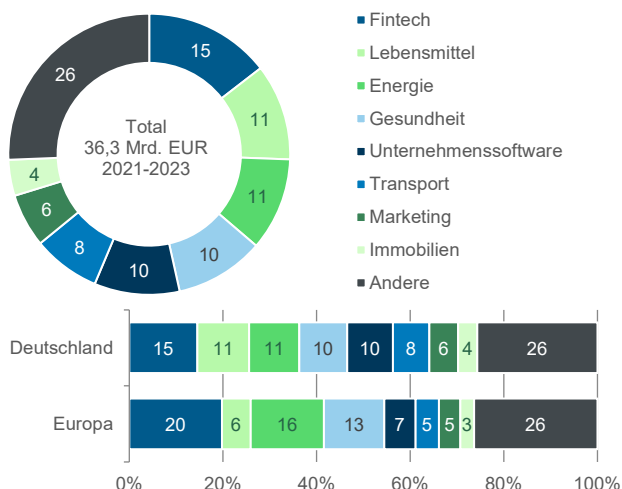
<sup>52</sup> Ritter (2024), [Initial Public Offerings: VC-backed IPO Statistics Through 2023](#), abgerufen am 01.07.2024.

<sup>53</sup> Viete und Metzger (2024), [KfW Venture Capital Dashboard Q1 2024](#), KfW Research.



**Abbildung 17: Fintech-Start-ups konnten das meiste VC einwerben**

Sektorenanteile in Prozent (2021–2023)



Quelle: KfW Research basierend auf Dealroom.co.

Im Vergleich zum gesamteuropäischen VC-Markt im Zeitraum 2021–2023 unterscheidet sich die Sektorenverteilung in Deutschland nur wenig. Der Schwerpunkt auf dem Fintech-Sektor ist im gesamteuropäischen VC-Markt mit 20 % noch stärker ausgeprägt, vermutlich aufgrund der Investitionstätigkeit im UK, wo es einen sehr großen Fintech-Sektor gibt (Abbildung 17). Auch auf die Sektoren Energie und Gesundheit entfielen höhere Anteile der VC-Investitionen. Dagegen wurden die Sektoren Lebensmittel, Unternehmenssoftware sowie Transport in geringerem Ausmaß bedacht.

## 2.7 Nachhaltigkeit

Der Wandel zu einer nachhaltigen Gesellschaft ist die zentrale Herausforderung unserer Zeit. Für die Zielerreichung geben ökologische, soziale und unternehmerische Kriterien (Environmental, Social, Governance, ESG) Orientierung.

### ESG-Kriterien im Allgemeinen

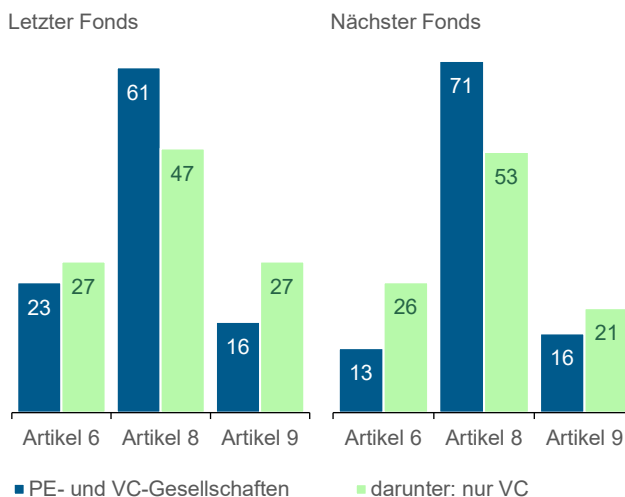
Im Bereich der Nachhaltigkeit hat die EU mit der europäischen Offenlegungsverordnung (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) sowie der Taxonomieverordnung den formalen Regulierungsrahmen für VC-Fonds gesetzt. Während die SFDR-Transparenzvorgaben macht, definiert die Taxonomieverordnung was insbesondere unter ökologischer Nachhaltigkeit zu verstehen ist. In der SFDR sind drei Artikel maßgeblich dafür, wie Fonds eingeordnet werden können:

- Fonds nach Artikel 6, d. h. ökologische und/oder soziale Aspekte werden nicht explizit berücksichtigt.
- Fonds nach Artikel 8, d. h. ökologische und/oder soziale Aspekte werden berücksichtigt und beworben.
- Fonds nach Artikel 9, d. h. es werden ausschließlich nachhaltige Investments getätigt.

Laut aktuellem Monitoring der ESG-Strategien deutscher Beteiligungsgesellschaften<sup>54</sup> des Bundesverbands Beteiligungskapital (BVK) verfügen 79 % der deutschen VC-Gesellschaften über eine eigenständige, formalisierte ESG-Politik oder -Strategie. Zwei Drittel (66 %) weisen eine für ESG verantwortliche Person auf. Das Bewusstsein für Nachhaltigkeit ist auf dem VC-Markt also offenbar hoch. ESG-Kriterien werden daher bei der Mehrheit auch im Investmentprozess berücksichtigt (82 %) – und bei knapp der Hälfte in der Due Diligence sogar entscheidungsrelevant (49 %). Von den zuletzt aufgelegten Fonds der am Monitoring teilnehmenden Private Equity- und Venture Capital-Gesellschaften, für die eine SDFR-Einstufung vorliegt, sind 23 % nach Artikel 6, 61 % nach Artikel 8 und 16 % nach Artikel 9 eingestuft (Abbildung 18).

**Abbildung 18: SDFR-Artikel 8 und 9 spielen für Beteiligungsgesellschaften wichtige Rolle**

SDFR-Einstufungen in Prozent



Quelle: BVK und PwC.

Für gut drei Viertel der Fonds spielt Nachhaltigkeit also explizit eine Rolle – die zukünftig noch wichtiger wird. Denn für die nächsten Fonds streben 13 % eine Einstufung nach Artikel 6 an, 71 % nach Artikel 8 und 16 % nach Artikel 9. Eine Sonderauswertung nur für die VC-Gesellschaften zeigt eine Verteilung, in der die

<sup>54</sup> Dahmann et al. (2024), Gekommen, um zu bleiben: ESG-Strategien deutscher Beteiligungsgesellschaften, BVK und PwC.

Artikel-8-Fonds etwas weniger Gewicht haben, die Artikel-6- und Artikel-9-Fonds dagegen gleichermaßen etwas mehr.

### Geschlechterdiversität im Speziellen<sup>55</sup>

Um das Potenzial von Start-up-Gründungen in Deutschland noch stärker zu erschließen, spielt auch der Blick auf die Geschlechterverteilung eine wichtige Rolle. Frauen sind bei Gründungen in Deutschland grundsätzlich und insbesondere bei Start-up-Gründungen bisher strukturell unterrepräsentiert. Eine bessere Mobilisierung von Gründerinnen ist somit ein wichtiges wirtschaftspolitisches Handlungsfeld. Im Jahr 2023 entfielen 77 % der VC-Deals in Deutschland auf rein männliche Gründungsteams (Abbildung 19).<sup>56</sup> Nur bei etwa 5 % der Deals waren es rein weibliche Gründungsteams und bei 17 % gemischte Teams. Wenn gleich immer noch mehr als drei Viertel der VC-Deals auf rein männliche Gründungsteams entfällt, zeigt sich hier im Trend der letzten Jahre ein sinkender Anteil. Start-ups mit Frauen im Gründungsteam erhalten also etwas häufiger VC. Die positive Entwicklung beschränkt sich dabei aber auf Mixed-Teams. Der Anteil rein weiblicher Gründungsteams veränderte sich kaum.

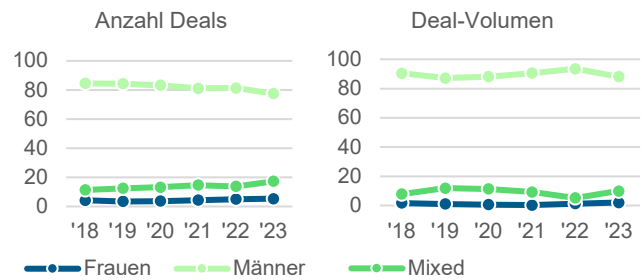
Zwar ergibt sich ein Geschlechterunterschied bei den finanzierten Deals bereits durch den geringeren Anteil an Frauen, die Start-ups gründen, und weil Gründerinnen seltener VC für ihr Wachstum einsetzen wollen.<sup>57</sup> Die internationale Studienlage zeigt allerdings, dass Gründerinnen auch bei Interesse an einer VC-Finanzierung seltener und weniger VC erhalten.<sup>58</sup>

Der Geschlechterunterschied wird daher beim Dealvolumen noch deutlicher. Von jedem Euro VC-Investitionen in Deutschland im Jahr 2023 entfielen 88 Ct. auf rein männliche Gründerteams, 10 Ct. auf gemischte Teams und lediglich 2 Ct. auf rein frauengeführte Start-ups (Abbildung 19). Eine derart ausgeprägte Geschlechterlücke bei der VC-Finanzierung ist allerdings kein deutsches Phänomen, sondern findet sich sowohl

im EU-weiten Durchschnitt als auch in einzelnen wichtigen Vergleichsländern wieder. Das Gender Gap im Dealvolumen ist, anders als bei der Anzahl der Deals, in den Jahren 2021/2022 gestiegen, ging dann 2023 wieder etwas zurück. Auch das war in den letzten Jahren ein globaler Trend.<sup>59</sup>

### Abbildung 19: Persistentes Gender Funding Gap im deutschen VC-Markt

Anteile an allen Deals in Prozent



Quelle: KfW Research basierend auf Dealroom.co.

Der Zugang von Start-up-Gründerinnen zu VC ist dadurch erschwert, dass Investment Proposals von Gründerinnen im Investitionsprozess häufiger auf der Strecke bleiben.<sup>60</sup> Das hat neben den Sektorschwerpunkten, die weniger im Fokus von VC-Investoren stehen, auch mit der geringen Diversität im VC-Ökosystem zu tun. In Deutschland beträgt der Anteil von Frauen unter den in VC-Unternehmen tätigen Personen lediglich 18 % (Abbildung 20). Noch deutlicher wird die Dominanz von Männern, wenn man auf die Ebene von Entscheidungsträgern wechselt. Unter Partnern in deutschen VC-Firmen beträgt der Anteil von Frauen sogar nur 10 %. Darüber hinaus zeigen Studien auf europäischer Ebene, dass weibliche General Partner tendenziell kleinere Fonds managen und somit über weniger „Firepower“ für ihre Investments verfügen.<sup>61</sup>

<sup>55</sup> Lo, Metzger und Viète (2022), Female Entrepreneurship Mobilisierung von Gründerinnen ist wirtschaftliche Chance und gesellschaftliche Aufgabe, KfW Research.

<sup>56</sup> Die Auswertungen basieren auf einer Teilstichprobe der Deal-Datenbank Dealroom.co, die alle Transaktionen mit Informationen zum Geschlecht der Gründungspersonen enthält. Für Deutschland sind dies im Betrachtungszeitraum 2.385 Deals. Für rund 40 % der Deals in den Rohdaten fehlen Angaben zur Geschlechterverteilung.

<sup>57</sup> Metzger (2022) Nach Corona-Knick hat sich Zahl der Start-ups 2021 wieder erholt, KfW Start-up-Report 2022, KfW Research sowie Hirschfeld, Gilde und Wöss (2021), Female Founders Monitor 2020.

<sup>58</sup> Hellmann et al (2021), Gender in Start-up Financing: Evidence from Equity Crowdfunding; Veer und Bringmann (2021), Not Negotiable? The Gender Gap in Startup Valuation and its Remedies.

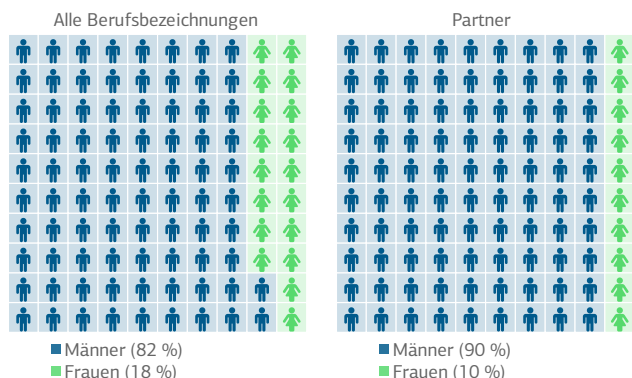
<sup>59</sup> Teare (2020), Global VC Funding To Female Founders Dropped Dramatically This Year, crunchbase.

<sup>60</sup> HM Treasury (2021), Investing in Women Code, Annual Progress Report 2021.

<sup>61</sup> De Bruin und Munoz (2022), European Women in VC, IDC eBook.

## Abbildung 20: Die (deutsche) VC-Branche ist stark männlich geprägt

Geschlechterverteilung bei deutschen VC-Fonds



Quelle: KfW Research basierend auf Dealroom.co

Die gewachsenen Strukturen haben dazu geführt, dass reine Männerteams als Standard und Gründerinnen als untypisch und daher als riskanter wahrgenommen werden.<sup>62</sup> Dafür spricht etwa, dass Investoren bei Pitches

auf als typisch feminin wahrgenommenes Verhalten zurückhaltender reagieren und dazu tendieren, Gründerinnen häufiger risikobezogene Fragen zu stellen, Männern dagegen häufiger chancenbezogene Fragen. Dabei bestätigen sich verbreitete Geschlechterstereotypen nicht, wenn man die tatsächliche Leistung von Start-ups betrachtet. Männlich und weiblich geführte Start-ups gehen das gleiche Risiko ein und sind ähnlich wachstumsorientiert.<sup>63</sup>

Die etablierten Strukturen führen zudem dazu, dass Gründer beim Kontakt zu Investoren wesentlich häufiger auf das eigene Netzwerk zurückgreifen können. Gründerinnen interagieren mit Investoren dagegen häufiger ohne vorherigen Kontakt oder Fürsprache (Cold Contact) was wesentlich seltener zu Finanzierungszusagen führt.<sup>64</sup> Selbst bei Zugang zu Netzwerken von VC-Investoren fällt es Männern aktuell in einer männlich geprägten Investorenlandschaft leichter, diese für sich zu nutzen.<sup>65</sup>

<sup>62</sup> British Business Bank (2019), [UK VC & Female Founders](#).

<sup>63</sup> Balachandra et al. (2019), [Don't Pitch Like a Girl! How Gender Stereotypes Influence Investor Decisions](#), Entrepreneurship Theory and Practice, Vol. 43 Nr. 1; Kanze et al. (2018), [We Ask Men to Win and Women Not to Lose: Closing the Gender Gap in Funding is companion of How Female Entrepreneurs Can Beat the VC Funding Bias](#), Academy of Management Journal, Vol. 61, Nr. 2; Malmström et al. (2018), [When stereotypical gender notions see the light of day, will they burst? Venture capitalists' gender constructions versus venturing performance facts](#), Journal of Business Venturing Insights, 9, 32–38.

<sup>64</sup> British Business Bank (2019), [UK VC & Female Founders](#).

<sup>65</sup> Howell und Nanda (2019), [Networking frictions in venture capital, and the gender gap in entrepreneurship](#) (No. w26449), National Bureau of Economic Research.





### 3. Ziele des Zukunftsfonds und Herausforderungen im deutschen VC-Markt

Die Analyse des deutschen VC-Markts hat verschiedene strukturelle Entwicklungsbedarfe aufgezeigt (vgl. Kapitel 2): Ein vergleichsweise kleines Wachstumssegment, eine Abhängigkeit von außereuropäischen Investoren bei Wachstumsfinanzierungen, ein geringes Engagement institutioneller Anleger, zu wenige IPO-Exits und eine geringe Geschlechterdiversität. Hinzu kommen aktuelle Marktschwächen beim Fundraising aufgrund der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen.

Der Zukunftsfonds wurde initiiert, um Schwächen des deutschen VC-Ökosystems anzugehen. Die drei Hauptziele des Zukunftsfonds (1) Finanzierungslücken im deutschen VC-Markt zu reduzieren, insbesondere im Bereich großvolumiger und längerfristiger Anschluss- und Wachstumsfinanzierungen, (2) privates Kapital von institutionellen Investoren für den VC-Markt zu mobilisieren und (3) ESG-Kriterien bei seinen Investitionen und Investitionsprozessen zu berücksichtigen (vgl. Abschnitt 1.1) adressieren diese Schwächen somit in der Breite. Mit einzelnen Bausteinen werden darüber hinaus spezifische Schwächen noch gezielt adressiert.

#### 3.1 Reduktion von Finanzierungslücken im Bereich großvolumiger und längerfristiger Anschluss- und Wachstumsfinanzierungen

Gemessen am BIP ist der deutsche VC-Markt kleiner als seine Benchmarks in den USA, im UK aber auch in Frankreich. Insbesondere gegenüber den USA besteht eine große Lücke im Wachstumssegment. Dort sind Wachstumsfinanzierungen leichter und in größerem Ausmaß für Start-ups zugänglich. Wachstumskapital steht Start-ups in Deutschland nicht nur seltener und weniger zur Verfügung, wenn eine Wachstumsfinanzierung zustande kommt, ist auch mit großer Wahrscheinlichkeit ein ausländischer Investor beteiligt. Das Jahr

2021 hat gezeigt, dass US-Investoren einerseits sehr wichtig für den deutschen VC-Markt sind, aber andererseits auch wie abhängig der deutsche VC-Markt bei großen Finanzierungsrunden von US-Investoren ist. Das ist insbesondere deshalb so, weil es im deutschen und europäischen VC-Ökosystem zu wenige große Fonds gibt, die in der Lage sind, Start-ups großvolumig über mehrere große Finanzierungsrunden zu begleiten.<sup>66</sup> Grundsätzlich sind ausländische Investoren wichtige Akteure für den Aufbau eines gesunden und nachhaltigen VC-Ökosystems.<sup>67</sup> Neben der Bereitstellung von Kapital können sie mit ihrer Expertise und ihrem Wissen einen wichtigen Beitrag leisten. Wenn es durch die Beteiligung ausländischer Investoren zur Abwanderung von Unternehmen und Knowhow kommt, entstehen jedoch volkswirtschaftliche Nettoverluste.<sup>68</sup> Zudem haben die vergangenen Jahre gezeigt, dass sich ausländische Investoren im abkühlenden Markt verstärkt auf ihr Bestandsportfolio im Heimatmarkt konzentrieren.<sup>69</sup> Eine hohe Abhängigkeit von ausländischem Kapital führt somit zu größerer Volatilität im Angebot von VC. Entsprechend ist es wichtig, die Abhängigkeit insbesondere von außereuropäischen Investoren zu verringern.

Mit der ERP-ZF WF, dem WFD, der GFF-EIF WF sowie der ETCI setzen verschiedene Bausteine des Zukunftsfonds hier an. Sie investieren in europäische VC-Fonds, die Wachstumsfinanzierungen für Start-ups bereitstellen. Laut ihrer Anlagestrategien tragen insbesondere der WFD und die ETCI explizit zur Entstehung großer Fonds bei:

- Beim WFD ist ein Anlageschwerpunkt auf Growth-Funds mit einer Quote von etwa 60 % der Zusagen vorgesehen.
- Bei der ETCI soll in europäische Wachstumsfonds mit einer Zielgröße für das Fondsvolumen von mindestens 1 Mrd. EUR investiert werden.

<sup>66</sup> "Stand ready to write large cheques – fast", siehe Brigl und Liechtenstein (2015), [A Rise in Good Deals, but an Investor Drought](#), The Boston Consulting Group and IESE Business School, October 2015.

<sup>67</sup> "Our core message to policymakers is, therefore, that they should work concurrently on transaction-level and ecosystem-level policies. By doing so, policies to strengthen a country's domestic base, as well as attract foreign investors, can work together to grow a healthy and sustainable VC ecosystem", Brandley et al. (2019), [Cross-Border Venture Capital Investments: What Is the Role of Public Policy?](#) Journal of Risk and Financial Management, 12, 112, Special Issue Venture Capital and Private Equity.

<sup>68</sup> Weik et al. (2024), [Venture capital and the international relocation of startups](#), Research Policy, Volume 53, Issue 7.

<sup>69</sup> Viète und Metzger (2023), [Venture Capital-Markt in Deutschland Dashboard Q4 2022](#), KfW Research.

- Die Sicherstellung von Anschlussfinanzierungen ist zudem Ziel des Modul 1b der ERP-ZF WF sowie von HTGF Opportunity. Über das Modul 1b der ERP-ZF WF werden Side-Opportunity-Fonds finanziert, die in besonders Erfolg versprechende Start-ups aus den Portfolios der jeweiligen GPs investieren. Mit dem HTGF Opportunity können besonders aussichtsreiche Start-ups, die mit VC aus den HTGF-Fonds ihr Geschäftsmodell entwickelt haben und gewachsen sind, großvolumig weiterfinanziert werden. Mit dem Ausbau von Opportunity-Fonds können Verkäufe ins Ausland und somit die Abwanderung von Innovationen, Know-how und Talenten vermieden werden.
- Ein reifes VC-Ökosystem ist auf ein ausdifferenziertes und bedarfsgerechtes Finanzierungsinstrumentarium angewiesen. Die zum klassischen VC ergänzende fremdkapitalbasierte Finanzierung von Wachstumsunternehmen hat in der jüngeren Vergangenheit deutlich an Bedeutung dazugewonnen. Insbesondere in Deutschland ist dieser junge Markt jedoch angebotsseitig noch sehr klein. Der Baustein VTGF 2.0 trägt diesem Aspekt Rechnung. Durch die Vergabe von Fremdkapital an junge innovative Wachstumsunternehmen zusammen mit privaten Finanzierungspartnern (pari passu) können neue Akteure für das Angebot von VD aktiviert werden. In Ergänzung der Zukunftsfonds-Bausteine, die auf die Bereitstellung von Equity-Finanzierung im Wachstumsbereich abzielen, trägt der VTGF 2.0 zu einer kohärenten Förderung gängiger Finanzierungsinstrumente im Wachstumsbereich bei.
- Der Zukunftsfonds ist so geplant, dass die zur Verfügung stehenden Finanzmittel den Bausteinen Investitionen bis zum Ende des Jahres 2030 ermöglichen. Wie wichtig diese Kontinuität ist, zeigt das seit Anfang 2022 deutlich eingebrochene Fundraisingklima. Es spiegelt deutlich größere Schwierigkeiten von Fondsinitiatoren beim Einwerben von Anlagekapital wider. Hier wirkt die Sicherstellung einer kontinuierlichen Kapitalverfügbarkeit durch die öffentlichen Mittel stabilisierend.<sup>70</sup>
- Langfristiges Denken spielt nicht nur bei der Bereitstellung von Kapital im Zuge des Fundraisings von Fonds eine Rolle, sondern auch bei der Finanzierung bestimmter Start-ups. Für Tech-Start-ups trägt das typische Fonds-Finanzierungsmodell. Sie basieren auf bereits etablierten Technologien und benötigen VC-Finanzierung, um den optimalen Product-Market-Fit zu fin-

den und zu expandieren.<sup>71</sup> Deeptech-Start-ups basieren dagegen auf sehr neuen oder auf noch (weiter) zu entwickelnden Technologien. Sie haben ein höheres Technologierisiko, höhere Finanzierungsumfänge und längere Finanzierungsdauern. Sie passen daher häufig nicht in typische Fondslebenszyklen. Die meisten Bausteine des Zukunftsfonds investieren sektoragnostisch. Mit der GTF und dem DTCF werden jedoch die besonderen Marktbedarfe in bestimmten Technologiebereichen adressiert. Die Anlagestrategie der GTF ist auf den Bereiche Climate-Tech ausgerichtet. Der DTCF adressiert mit seiner Ausgestaltung die Herausforderung der Notwendigkeit von langfristigen Finanzierungen im Bereich Deep-Tech.

### 3.2 Mobilisierung institutioneller Investoren für Investitionen in den VC-Markt

Der Vergleich des deutschen VC-Markts mit seinen Benchmarks hat gezeigt, dass er gegenüber Frankreich erst in den vergangenen Jahren in den Rückstand geraten ist. Das ist auf eine Regierungsinitiative zur Stärkung des französischen VC-Ökosystems zurückzuführen, die auch die Mobilisierung privaten Kapitals beinhaltet. Die direkte Mobilisierung privaten Kapitals spielt bei der Verringerung des Scale-up-Gaps eine wichtige Rolle. Denn im internationalen Vergleich zeigt sich in Deutschland und Europa ein sehr viel geringeres Engagement institutioneller Anleger in der Assetklasse „VC“.

Ein Grund dafür ist, dass der europäische VC-Markt institutionellen Investoren zu wenige effiziente und effektive Anlagemöglichkeiten bietet. Für institutionelle Investoren ist es wichtig, große Beträge auf einmal platzieren zu können. Die Zielfonds müssen dabei in der Lage sein, diese großen Anlagebeträge aufzunehmen und gleichzeitig investorensseitig ausreichend diversifiziert zu bleiben. Die Aufteilung eines großen Anlagebetrags auf mehrere kleinere Fonds – wie es für großvolumige VC-Anlagen in Europa häufig erforderlich wäre – ist für institutionelle Investoren weder effizient noch effektiv. Darüber hinaus spielt für viele institutionelle Investoren bei ihren Fondsanlagen der Track-Record der GPs eine entscheidende Rolle.<sup>72</sup> Die aktuelle Alters- und Größenstruktur der VC-Fonds auf dem europäischen Markt könnte entsprechend häufig ein Dealbreaker sein.

<sup>70</sup> "Government intervention is therefore justified for stabilising investment over time", Ekeland et al. (2016), *Strengthening French Venture Capital*, Les notes du conseil d'analyse économique, no 33, July 2016.

<sup>71</sup> Metzger (2022), *Biotech- und Deeptech-Start-ups gewinnen bei VC-Investoren an Bedeutung – Fortschritte auch in Deutschland*, Fokus Volkswirtschaft Nr. 369, KfW Research.

<sup>72</sup> BVK, HHL CCTPE und KfW Capital (2020), *Private Equity als Anlageklasse für institutionelle Investoren und Family Offices in Deutschland*.

Wie im vorherigen Abschnitt erläutert, wird im Zukunftsfonds das Problem fehlender europäischer Wachstumsfonds durch den überwiegenden Teil der Bausteine mit Fondsinvestments und insbesondere mit dem WFD und der ETCl adressiert. Dabei soll nicht nur der Aufbau großvolumiger Wachstumsfonds unterstützt, sondern auch Reputation von vertrauenswürdigen Marken wie KfW Capital und EIF auf die Fonds übertragen werden, um so Probleme wie mögliche Informationsdefizite zu entschärfen. Die Einbeziehung bereits etablierter Institutionen spielt daher eine wichtige Rolle für das Erreichen der Ziele des Zukunftsfonds. Darüber hinaus stand der WFD bis zu seinem Final Closing Ende 2023 institutionellen Investoren direkt als großvolumige Kapitalsammelstelle zur Verfügung. Mit dem WFD konnten direkt rund 650 Mio. EUR von institutionellen Investoren mobilisiert werden, die wiederum über Fondsinvestments als Wachstumsfinanzierungen an Start-ups ausgereicht werden.

Neben der direkten Mobilisierung privaten Kapitals wie sie durch die Gründung des WFD als strukturierten Dachfonds möglich war, leisten auch die Fondsinvestment-Bausteine einen indirekten Mobilisierungsbeitrag. Denn die Fondsinvestments tragen dazu bei, dass bei den Fonds die Closings möglich sind. Ohne das Erreichen der jeweiligen Closing-Schwellen sind die Commitments der Fondsanleger bedeutungslos, da sie nach festgelegten Zeiträumen ohne Closing verfallen und auf dem VC-Markt letztlich nicht für die Start-up-Finanzierung zur Verfügung stehen (Box 1). Dabei kommt „Ankerinvestitionen“, die sehr früh im Fundraisingprozess erfolgen, ein positives Signal an potenzielle weitere Fondsanleger aussenden und somit für das Erreichen des First Closings wichtig sind, eine herausgehobene Bedeutung zu.

Um Fehlanreize zu vermeiden, ist es bei der Mobilisierung privaten Kapitals durch die öffentliche Hand wichtig, dass die privaten Kapitalanleger am Risiko teilhaben.<sup>73</sup> Die Bausteine des Zukunftsfonds sind alle beihilfefrei ausgestaltet, im Wesentlichen aufgrund gemeinsamer pari passu Finanzierungen mit privaten Ko-Investoren, also zur gleichen Zeit und zu gleichen Konditionen. Das Pari-passu-Prinzip gewährleistet, dass die Investitionen des Zukunftsfonds zu marktüblichen Konditionen erfolgen und damit grundsätzlich beihilfefrei

ausgestaltet sind. Gleichzeitig ist das Pari-passu-Prinzip somit auch ein Sicherungsmechanismus gegen Crowding-out, also die Verdrängung von privatem Kapital durch öffentliches Kapital zu besseren Konditionen. Öffentliche Investoren haben häufig umfangreiche Informations- und Transparenzanforderungen, wodurch bei öffentlichen Pari-passu-Angeboten private Kapitalangebote im Gesamtpaket eher attraktiver sind.

### 3.3 Berücksichtigung von ESG-Kriterien

Auf dem deutschen VC-Markt ist bereits ein großes Bewusstsein für Nachhaltigkeit vorhanden, wie der Marktüberblick zeigte (Abschnitt 2.7). Studien haben insbesondere gezeigt, dass der VC-Markt in Deutschland – auch im internationalen Vergleich – wenig divers ist. Das sehr stark männlich geprägte VC-Ökosystem ist unter anderem ein Grund dafür, dass frauengeführte Start-ups einen schwierigeren Zugang zu VC haben. Hierdurch wird das Potenzial frauengeführter Start-ups in Deutschland noch zu wenig mobilisiert.

Der Zukunftsfonds hat zum Ziel, dass ESG-Kriterien inklusive Genderkriterien bei VC-Investitionen in Deutschland noch stärker berücksichtigt werden. Dafür sind die Mandatare grundsätzlich angehalten, sowohl bei ihren eigenen Portfoliounternehmen (je nach Fonds und Start-ups) die Prozesse zur Berücksichtigung von ESG-Kriterien zu monitoren als auch im eigenen Investitionsprozess ESG-Kriterien angemessen zu berücksichtigen. Das wird auf unterschiedliche Art und Weise umgesetzt. Dabei ist die Berücksichtigung von ESG-Kriterien in der Regel Teil der Geschäftsstrategie der Mandatare und nicht zwangsläufig über Vorgaben in den Mandaten für die Umsetzung der Bausteine fixiert.

Bei KfW Capital wurde die Position der ESG-Beauftragten geschaffen, die auch einen Platz im Investment Committee innehat. Ein umfangreiches ESG-Reporting ist zudem Bestandteil der Side Letter-Vereinbarungen mit den finanzierten Fondsgesellschaften. Im Baustein VTGF 2.0 können finanzierte Unternehmen bei einer KPI-basierten ESG-Finanzierung eine reduzierte Zinsmarge erhalten.<sup>74</sup> Im Baustein RIG gestalten die refinanzierten LFI die weiteren Finanzierungsangebote und somit die zu berücksichtigenden ESG-Kriterien. So bietet die L-Bank im RIG-finanzierten Beteiligungsprogramm „InnoGrowth BW“ den Intermediären eine

<sup>73</sup> Ekeland et al. (2016), [Strengthening French Venture Capital](#), Les notes du conseil d'analyse économique, no 33, July 2016.

<sup>74</sup> Solche Finanzierungen sind an die Erfüllung bestimmter Bedingungen (z. B. Nachvollziehbarkeit der Lieferkette) oder KPIs (z. B. Reduzierung CO<sub>2</sub>-Ausstoß) geknüpft. Die Bedingungen können von Unternehmen zu Unternehmen sehr verschieden sein. Die Einhaltung der Bedingungen und KPIs wird i. d. R. durch einen externen Prüfer überwacht. Der Ansatz steigert die Attraktivität des VTGF-Programmes und unterstützt die deutsche und europäische Wirtschaft im Rahmen des Transformationsprozesses.

Impact-Prämie auf die Verwaltungsgebühr,<sup>75</sup> wenn das Geschäftsmodell der finanzierten Unternehmen eine innovative Lösung für gesellschaftliche Herausforderungen im sozialen oder ökologischen Bereich darstellt. Der HTGF führt bei seinen Zielunternehmen ein ESG-Screening durch, um Investitionen in bestimmte Bereiche auszuschließen, berücksichtigt ESG-Risiken im Due Diligence-Prozess und nimmt via Term Sheet und Beteiligungsvertrag Einfluss auf die ESG-Policy seiner Portfoliounternehmen.<sup>76</sup> Der EIF hat neben vielfältigen konzernübergreifenden Aktivitäten eine ESG-Due-Diligence und ein Climate Risk Measurement im Investitionsprozess integriert. Darüber hinaus wurde die Erfassung von Paris-kompatiblen ‚Climate Action & Environmental Sustainability criteria‘ für alle Transaktionen eingeführt.<sup>77</sup> Unter der Empowering-Equity-Initiative ist der EIF jüngst eine Selbstverpflichtung eingegangen, dass 25 % der Eigenkapitaltransaktionen den InvestEU-Gender-Kriterien genügen.<sup>78</sup> Auch der DTCF hat, neben anderen auf Nachhaltigkeit ausgerichteten Aktivitäten, bei der Prüfung von Investitionsoptionen eine ESG-Due Diligence implementiert. Im Falle eines Investments wird in der Betreuung eine Verbesserung der "ESG-Kennzahlen" angestrebt.

Mit der GTF werden insbesondere klimarelevante Investitionen finanziert und somit umweltbezogene Kriterien unterstützt. Darüber hinaus wird speziell mit der EMF ein Beitrag dazu geleistet, dass Fonds gegründet werden können, bei denen Frauen einen wesentlichen Einfluss auf die Investitionsentscheidungen haben.

Hierdurch wird das VC-Ökosystem geschlechtsdiverser, was wiederum einen positiven Einfluss auf die Diversität im Start-up-Ökosystem haben dürfte. Denn je höher die Bedeutung von Investorinnen auf dem deutschen VC-Markt ist, desto besser dürfte der Zugang frauengeführter Start-ups zu VC sein.

Die Mandatare des Zukunftsfonds verfolgen darüber hinaus weitere Initiativen, um die Themen ESG und Geschlechterdiversität im VC-Markt stärker zu adressieren. Im Rahmen der KfW Capital-VC-Academy fördert die KfW Capital den Erfahrungsaustausch zwischen Marktakteuren, beispielsweise zu Themen wie „Diversität im VC-Ökosystem“ und „Female Investing“. Seit 2022 verleiht die KfW Capital jährlich einen Award in den Bereichen „Best Female Investor“ und „Best Impact Investor“ und trägt so zur besseren Sichtbarkeit positiver Vorbilder bei. 2023 wurden erstmals zwei Teilstipendien für Frauen („KfW Capital Fellowships Women in VC“) für die Teilnahme an zertifizierten Weiterbildungsprogrammen vergeben. Zusammen mit Kooperationspartnern wurde zudem ein ESG-Training für die Assetklasse Venture Capital („Leading in ESG“) konzipiert und angeboten.<sup>79</sup> Der EIF unterstützt mit seiner jährlichen Venture Capital Konferenz „Ugly Duck“ die Vernetzung zwischen europäischen VC-Marktakteuren zu Themen wie Impact Investing.<sup>80</sup> Mit der „Empowering Equity Academy“ startete der EIF 2024 zusammen mit dem European Investment Bank Institute ein umfangreiches Bildungsprogramm, das sich speziell an Frauen richtet und deren beruflichen Einstieg in die VC- und Private Equity-Industrie unterstützt.<sup>81</sup>

<sup>75</sup> [Kompakt: Beteiligungsprogramm „InnoGrowth BW“ – Beteiligungsgewinnende/Intermediäre.](#)

<sup>76</sup> [HTGF ESG-Report 2022.](#)

<sup>77</sup> EIB (2023), [European Investment Bank Group Sustainability Report 2023](#); EIF (2022), [Guideline on EIF's criteria for Climate Action and Environmental Sustainability \(CA&ES\) operations in EIF's intermediated SME and mid-cap financing \(April 2022\).](#)

<sup>78</sup> EIF (2024), [EIF launches Gender Smart Equity Investment Programme.](#) Ein Finanzintermediär erfüllt die Gender-Kriterien, wenn er mindestens eine der folgenden Bedingungen erfüllt: Mindestens ein Drittel seines Managementteams besteht aus weiblichen Partnern, mindestens 40 % seines leitenden Investmentteams sind Frauen oder mindestens 40 % seines Investmentausschusses sind Frauen.

<sup>79</sup> KfW Capital (2024). [Entwicklung des VC-Ökosystems.](#)

<sup>80</sup> EIF (2024), [Ugly Duck.](#)

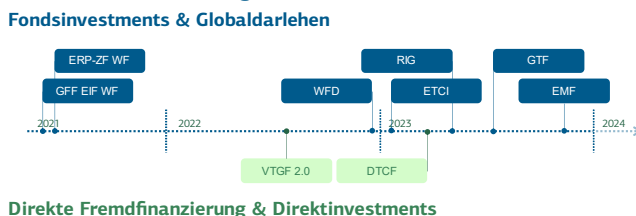
<sup>81</sup> European Investment Bank Institute & EIF (2024), [Empowering Equity Academy.](#)

## 4. Umsetzungsstand des Zukunftsfonds

### 4.1 Gesamtsicht auf den Zukunftsfonds

Ein zentrales Kennzeichen des Zukunftsfonds ist sein modularer Aufbau, mit dem die Spezifika des VC-Markts in Deutschland adressiert werden. Die einzelnen Bausteine wurden sukzessive und zielspezifisch konzipiert. Der Zukunftsfonds wurde erstmals im Jahr 2021 mit seinen Fondsinvestment-Bausteinen ERP-ZF WF und GFF EIF WF am Markt aktiv (Abbildung 21). Im Jahr 2022 folgten dann der Start des Fundraisings für den Wachstumsfonds Deutschland und die Integration des weiterentwickelten VTGF 2.0 als Baustein für direkte Fremdkapitalfinanzierungen. Mit der GTF, der ETCl sowie der EMF haben im Jahr 2023 drei weitere Bausteine für Fondsinvestments ihre Tätigkeit aufgenommen. Darüber hinaus wurden 2023 durch den DTCF und RIG erstmalig Direktinvestments getätigt bzw. Globaldarlehen an LFI s vergeben. Diese Bausteine sind insgesamt mit öffentlichen und privaten Mitteln (von Bund, KfW, KfW Capital, der EIB-Gruppe, privaten Investoren des WFD und Beiträgen weiterer EU-Mitgliedstaaten zum ETCl) mit einem Gesamtvolumen von rund 12,5 Mrd. EUR ausgestattet, die sie bis 2030 über Finanzierungszusagen zur Förderung des VC-Ökosystems bereitstellen werden (Tabelle 3).

**Abbildung 21: Die Bausteine des Zukunftsfonds sind sukzessive angelaufen**



Quelle: KfW Research.

Insgesamt hat der Zukunftsfonds über seine Bausteine bis zum Stichtag 31.12.2023 Finanzierungszusagen im Umfang von 3,3 Mrd. EUR getätigt. Der weitaus größte Teil davon sind Zusagen über die Fondsinvestment-Bausteine. Der Zukunftsfonds fördert so unmittelbar die Entwicklung der Investorenlandschaft in Deutschland und Europa. Die Mittelzusagen an Wagniskapitalfonds erfolgen dabei während der Fundraising-Periode und vor dem Closing. Bis zum Jahresende 2023 waren daher noch nicht alle Zusagen von Seiten der Wagniskapitalfonds als gezeichnetes Kapital angenommen. Somit lag die Summe der angenommenen Mittelzusagen des Zukunftsfonds bei 2,69 Mrd. EUR. Davon entfielen 2,45 Mrd. EUR auf gezeichnete Beteiligungen an Wagniskapitalfonds. Zusammen mit anderen öffentlichen und privaten Kapitalgebern hat der Zukunftsfonds so

zum Entstehen von bisher 52 privaten Wagniskapitalfonds mit einem gesamten Fondsvolumen von 21,448 Mrd. EUR beigetragen.

Bei den Bausteinen mit Direktfinanzierungen erfolgen die Zusagen des Zukunftsfonds direkt an die zu finanzierenden Start-ups. Bei den Bausteinen mit Fondsinvestments oder Globaldarlehen erfolgen die Zusagen des Zukunftsfonds dagegen an Intermediäre, die dann mit diesen Mitteln sukzessive Start-ups finanzieren. Durch die Förderung über die Intermediäre ist eine entsprechende Zeitdauer einzukalkulieren, bis die Mittel zur Unterstützung von Start-ups und jungen Wachstumsunternehmen eingesetzt werden. So beträgt die Investitionsphase bei Fonds mehrere Jahre und die Investitionsgeschwindigkeit variiert nach Anlagestrategie und Marktlage. Ähnliches gilt für die Globaldarlehen, die den LFI s über einen längeren Zeitraum für Finanzierungen zur Verfügung stehen.

Von den gesamten Zusagen der Bausteine des Zukunftsfonds wurden bis Ende 2023 780 Mio. EUR für die Finanzierung von Start-ups eingesetzt. Darin sind die Mittelabrufe der gezeichneten Fonds und der beteiligten LFI s enthalten sowie die als Eigen- und Fremdkapital unmittelbar den Start-ups bereitgestellten Mittel. Insgesamt war der Zukunftsfonds in den ersten drei Jahren indirekt und direkt an der Finanzierung von 458 Start-ups beteiligt. Diese Start-ups wurden durch die Bausteine des Zukunftsfonds und ihren Ko-Kapitalgebern mit einem Gesamtvolumen von 7,1 Mrd. EUR finanziert.

**Tabelle 3: Eckdaten des Zukunftsfonds zum Stand 31.12.2023**

	Mio. EUR
<b>Mittelausstattung</b> der bis Ende 2023 angelaufenen Bausteine mit öffentlichen und privaten Mitteln bis 2030	12.489
<b>Mittelzusagen</b> durch die Bausteine*	3.308
davon von Intermediären und Start-ups angenommen	2.689
<b>Mittelseinsatz</b> der Bausteine (Abrufe durch die Fonds und LFI s sowie Direktfinanzierungen)	780
<b>Mittelmobilisierung</b> durch die Aktivitäten des Zukunftsfonds mobilisiertes privates Kapital	12.062

\* Bis 31.12.2023 waren folgende Bausteine mit Zusagen am Markt aktiv: GFF EIF WF, ERP-ZF WF (Modul 1a), VTGF 2.0, WFD, DTCF, ETCl, RIG und GTF.

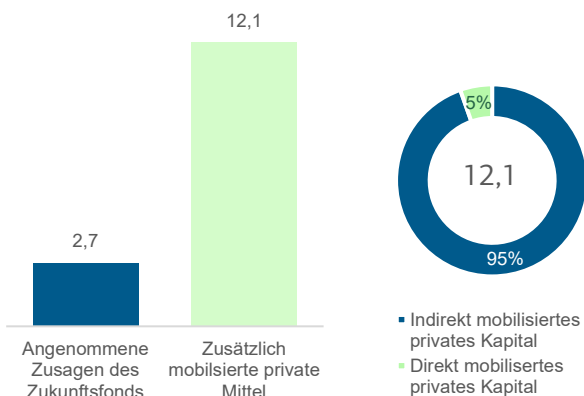
Quelle: Monitoringdaten der Mandatäre, eigene Berechnungen von KfW Research.



Öffentliche Mittel können und sollen nicht allein für die nachhaltige Finanzierung und Weiterentwicklung des deutschen VC-Ökosystems sorgen. Ein wesentliches Ziel des Zukunftsfonds ist es daher, zusätzliche private Mittel zu mobilisieren. In Anlehnung an internationale Reporting Standards (siehe Anhang Abschnitt A) wurden im Rahmen des vorliegenden Berichts die bei den Zusagen des Zukunftsfonds anfallenden privaten Ko-Finanzierungen quantifiziert. Die Finanzmittel von privaten Ko-Finanzierern, die den rund 2,7 Mrd. EUR angenommenen Zusagen des Zukunftsfonds zuzurechnen sind, belaufen sich (unter Berücksichtigung anderer öffentlicher Investoren) insgesamt auf 12,1 Mrd. EUR (Abbildung 22). Der weitaus überwiegende Teil (rund 11,4 Mrd. EUR) entfällt dabei auf private Ko-Investitionen bei den Fondsbeteiligungen des Zukunftsfonds. Bei der Aktivierung privater Investoren kann der Zukunftsfonds eine aktive Rolle einnehmen und Initiator der Transaktion sein (direkt mobilisiertes privates Kapital). Dies war beim Fundraising des Wachstumsfonds Deutschland der Fall. Die mit der Umsetzung des WFD direkt mobilisierten Mittel machen 5 % der privaten Ko-Finanzierungen des Zukunftsfonds aus. Bei anderen Transaktionen, die der Zukunftsfonds mitfinanziert, etwa bei Beteiligungen im privaten Fundraising von Fonds oder Start-ups, nimmt er eine begleitende Rolle ein (indirekt mobilisiertes privates Kapital). 95 % der privaten Ko-Finanzierung entfallen auf solche indirekt mobilisierten Mittel.

**Abbildung 22: Der Zukunftsfonds hat bis Ende 2023 rund 12,1 Mrd. EUR privates Kapital mobilisiert**

Zusagen des Zukunftsfonds und mobilisierte private Mittel, in Mrd. EUR



Quelle: Monitoringdaten der Mandatare, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

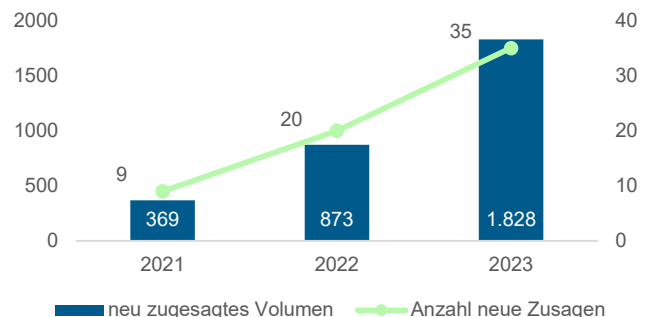
## 4.2 Detailbetrachtung Fondsebene

Sechs der bis Ende 2023 aktiven Bausteine des Zukunftsfonds sind auf Fondsinvestments ausgerichtet (ERP-ZF WF, GFF EIF WF, WFD, ETCI, GTF und EMF), d. h. sie investieren die ihnen zur Verfügung stehenden Finanzmittel in private Wagniskapitalfonds unterschiedlichster Ausrichtung. Mit den von den Zukunftsfonds-Bausteinen sowie anderen öffentlichen und privaten Investoren eingeworbenen Mitteln finanzieren die privaten Wagniskapitalfonds anschließend gemäß ihrer Anlagestrategie Start-ups. Durch ihre Fondsinvestments fördern diese fünf Bausteine somit die Entwicklung und Ausdifferenzierung der Fondslandschaft in Deutschland und Europa. Sie nutzen aber auch gleichzeitig das Knowhow privater, renditeorientierter VC-Investoren, um die Mittel des Zukunftsfonds indirekt Start-ups und jungen Wachstumsunternehmen zur Verfügung zu stellen.

Bis Ende 2023 haben die Bausteine des Zukunftsfonds Zusagen an insgesamt 64 Fonds im Umfang von rund 3,1 Mrd. EUR getätigt. Nach Start der ersten beiden Fondsinvestment-Bausteine im Jahr 2021 und dem Markteintritt weiterer Bausteine im Jahr 2023 nahm die Zusagetätigkeit des Zukunftsfonds sukzessive Fahrt auf. So wurden im Jahr 2023 zuletzt Zusagen an 35 Fonds mit einem Gesamtvolumen von über 1,8 Mrd. EUR abgegeben – etwa fünfmal so viel wie im ersten Jahr (Abbildung 23). Nicht zuletzt weil vier Zukunftsfonds-Bausteine mit Fondsinvestments ihre Tätigkeit erst im Jahr 2023 aufgenommen haben, ist auch für die Jahre nach 2023 mit einer weiteren Steigerung der jährlichen Zusagen an Wagniskapitalfonds zu rechnen.

**Abbildung 23: Fondszusagen der Zukunftsfonds-Bausteine haben Fahrt aufgenommen**

Zusagen der Zukunftsfonds-Bausteine an VC-Fonds



Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten der Mandatare, eigene Berechnungen von KfW Research.

Von den durch die Bausteine des Zukunftsfonds getätigten Zusagen wurden bis zum Stichtag rund 2,5 Mrd. EUR als gezeichnetes Kapital von insgesamt 52 Fonds angenommen (Tabelle 4). Das von den Fonds mit Zukunftsfondsbeiträgen insgesamt bei privaten und öffentlichen Investoren bis Ende des Jahres 2023 eingeworbene Kapital beläuft sich auf gut 21,4 Mrd. EUR.

**Tabelle 4: Eckdaten der Fondsbeteiligungen des Zukunftsfonds zum 31.12.2023**

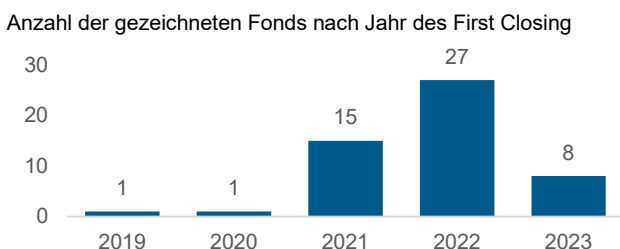
Fonds	
Commitments (Zusagen)*	3.070 Mio. EUR / 64 Fonds (Ø 48 Mio. EUR)
Angenommen (Zeichnung)	2.451 Mio. EUR / 52 Fonds (Ø 47 Mio. EUR)
Gesamtes Fondsvolumen der gezeichneten Fonds	21.448 Mio. EUR
Durchschnittlicher Bausteinanteil pro Fonds	17 %
Durchschnittlicher Anteil öffentlicher Investoren pro Fonds	32 %
Abrufe	576 Mio. EUR

\* Bis 31.12.2023 waren folgende Fondsinvestment-Bausteine mit Zusagen am Markt aktiv: GFF EIF WF, ERP-ZF WF, WFD, ETCl und GTF.

Quelle: Monitoringdaten der Mandatare, eigene Berechnungen von KfW Research.

Bis Ende 2023 hatten diese Fonds 576 Mio. EUR der zugesagten Mittel des Zukunftsfonds für die Finanzierung von Start-ups abgerufen. Der Großteil der finanzierten Fonds im Zukunftsfonds gehört zu jüngeren Vintages ab 2022 (Abbildung 24). Diese Fonds haben erst damit angefangen, ihre Portfolien aufzubauen und ihre Investitionsphase wird noch in die kommenden Jahre reichen (Abbildung 3). Somit wird auch ein großer Teil der Zusagen des Zukunftsfonds erst in den kommenden Jahren für die Investitionen in Start-ups von den Fonds abgerufen werden.

**Abbildung 24: Großteil der Fonds im Zukunftsfonds gehört zu jüngeren Vintages ab 2022**



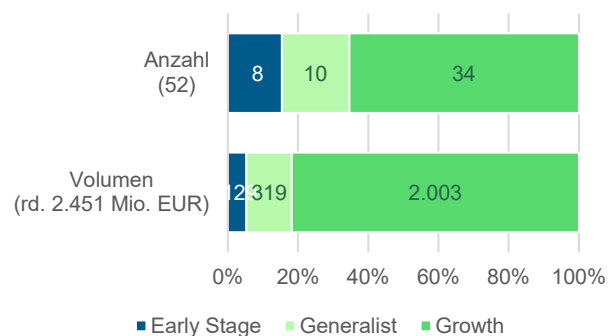
Quelle: Monitoringdaten der Mandatare, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Vier der fünf Fondsinvestment-Bausteine, die bis Ende 2023 am Markt aktiv waren, adressieren gemäß ihrer Förder- und Anlagestrategie die Bereitstellung von Wachstumskapital. Die strategische Ausrichtung der

bis Ende 2023 gezeichneten Fonds spiegelt das wider. Etwa zwei Drittel der Fonds fokussieren Beteiligungen in der Wachstumsphase (Abbildung 25). Auf diese entfallen mit 2 Mrd. EUR rund 80 % der Mittel, mit denen der Zukunftsfonds bis zum Berichtsstichtag Fondsbeiträgen eingegangen ist. Die besondere Unterstützung des Fundraisings in der Wachstumsphase durch den Zukunftsfonds wird deutlich, wenn man diese Verteilung den Mitteln im gesamten VC-Markt gegenüberstellt. Denn von 2021–2023 entfielen im europäischen VC-Markt nur 6 % aller von VC-Fonds eingeworbenen Mittel auf den Wachstumsbereich (Abbildung 13). Weitere 19 % der Fondsbeteiligungen des Zukunftsfonds beziehungsweise 13 % der Mittel entfallen auf Generalisten, also Fonds, die ihr Portfolio opportunistisch auf das gesamte Spektrum der Investitionsphasen von Start-ups diversifizieren können.

**Abbildung 25: Fokus der Fondsbeteiligungen des Zukunftsfonds auf Growth-Fonds**

Phasenverteilung der gezeichneten Fonds



Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

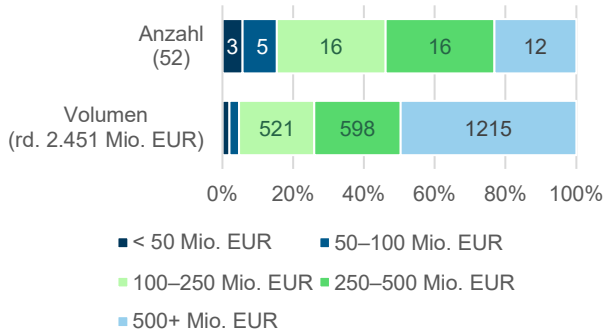
Quelle: Monitoringdaten der Mandatare, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Der förderpolitische Fokus auf die Wachstumsfinanzierung spiegelt sich auch in der Größe der finanzierten Fonds wider. Denn Fonds, die sich im Wachstumsbereich an größeren Finanzierungsrunden beteiligen, müssen aufgrund der gebotenen Diversifizierung ihrer Portfolien selbst über ein hinreichendes Volumen verfügen. Dementsprechend verwalten über die Hälfte der Fonds im Zukunftsfonds-Portfolio ein Volumen von jeweils 250 Mio. EUR und mehr (Abbildung 26). Diese vereinen rund 74 % der bis Ende 2023 gezeichneten Zusagen des Zukunftsfonds. Auch hier macht der Vergleich mit dem Gesamtmarkt den Förderansatz des Zukunftsfonds deutlich: Im Zeitraum zwischen 2021 und 2023 warben Fonds mit der Größe ab 250 Mio. EUR in Deutschland sowie in Europa weniger als 50 % der gesamten Mittel im Markt ein (Abbildung 13). Die Bausteine des Zukunftsfonds investierten somit nicht proportional zum Markt, sondern beteiligten sich sichtbar stärker im Segment der bisher in Deutschland und

Europa unterrepräsentierten großen Fonds im Wachstumsbereich.

**Abbildung 26: Fonds im Zukunftsfonds-Portfolio überwiegend mit Volumen ab 250 Mio. EUR**

Größenverteilung der gezeichneten Fonds



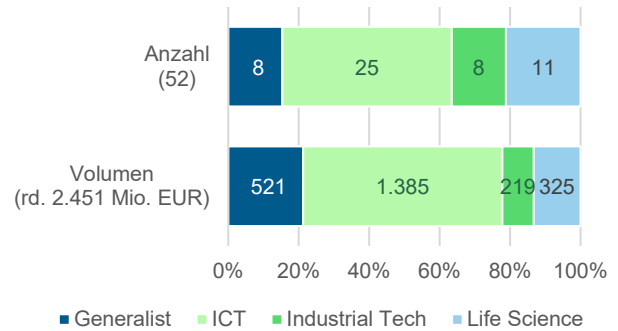
Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten der Mandatäre, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Mit Ausnahme der Green Transition Facility verfolgen die Fondsinvestment-Bausteine technologie- und branchenagnostische Förderansätze. Die Anlagestrategien der finanzierten Fonds verteilen sich dementsprechend auf verschiedene Technologiefelder. Aufgrund der großen Bedeutung digitaler Geschäftsmodelle für den VC-Markt insgesamt, entfallen über die Hälfte der gezeichneten Zusagen auf Fonds mit einem Fokus auf Informations- und Kommunikationstechnologien (ICT), also Hard- und Software, Plattformmodelle, Infrastruktur und IT-Sicherheit. Weitere 21 % der Mittel entfallen auf Generalisten, also Fonds ohne herausgehobenem Technologiefokus. Beteiligungen an Life-Science-Fonds, die in den Bereichen der Biologie, Medizin und Gesundheitswissenschaften investieren, machen rund 13 % der Mittel aus. Schließlich entfallen 9 % auf Fonds mit einem Investitionsfokus auf industrielle Anwendungen.

**Abbildung 27: Fonds im Zukunftsfonds-Portfolio mit Schwerpunkt im Bereich ICT**

Sektorenverteilung der gezeichneten Fonds



Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

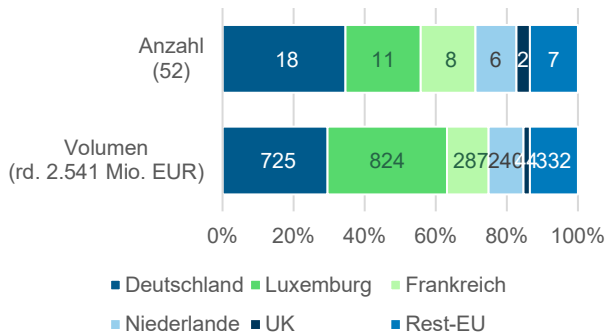
Quelle: Monitoringdaten der Mandatäre, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Die Bausteine des Zukunftsfonds investieren gemäß ihrer Anlagestrategien in Wagniskapitalfonds in Deutschland und Europa. Die Fonds, an denen sich der Zukunftsfonds bis Ende 2023 beteiligt hat, sind zum überwiegenden Teil in Deutschland und Luxemburg rechtlich ansässig (Abbildung 28). Dabei ist der rechtliche Sitz nicht mit dem operativen Sitz des Investment-Teams oder dem geografischen Investitionsfokus des Fonds gleichzusetzen. Insbesondere am Beispiel Luxemburg wird deutlich, dass viele Fondsgesellschaften den rechtlichen Standort der Fonds mit Blick auf das regulatorische und institutionelle Umfeld wählen. Viele Fondsgesellschaften besitzen darüber neben einem Hauptsitz Präsenzen in verschiedenen europäischen Ländern. Dies ist insbesondere bei größeren etablierten VC-Gesellschaften der Fall, die maßgeblich für das Auflegen großer Fonds im Wachstumsbereich verantwortlich sind.



**Abbildung 28: Rechtlicher Sitz der Fonds im Zukunftsfonds-Portfolio überwiegend in Deutschland und Luxemburg**

Standortverteilung der gezeichneten Fonds

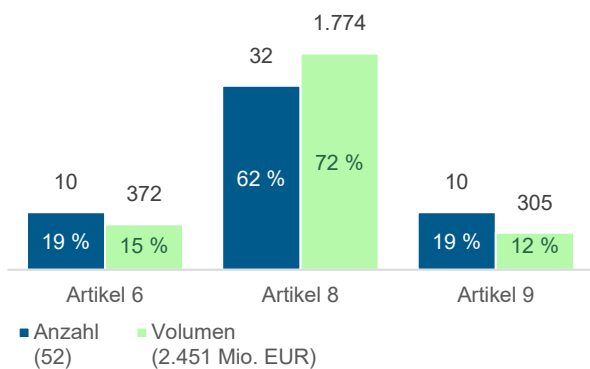


Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten der Mandatare, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Die Einteilung nach SFDR-Artikel zeigt, dass die Fonds mit Zukunftsfonds-beteiligung ESG-Kriterien in marktüblicher Weise erfüllen. Rund 19 % der Fonds sind nach SFDR-Artikel 6 zu klassifizieren, 62 % nach Artikel 8 und 19 % nach Artikel 9 (Abbildung 29). Diese Verteilung entspricht grob Umfrageergebnissen von BVK und PWC aus dem deutschen VC-Markt mit einem leichten Übergewicht von Artikel-8-Fonds im Zukunftsfonds (Abbildung 18).

**Abbildung 29: Fonds im Zukunftsfondsportfolio überwiegend nach SFDR-Artikel 8 klassifiziert**



Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

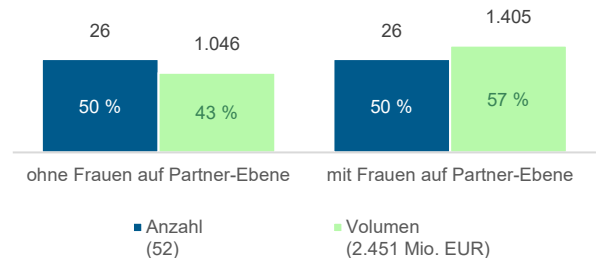
Quelle: Monitoringdaten der Mandatare, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Ein deutliches Geschlechterungleichgewicht ist eine nach wie vor vorherrschende Schwäche der internationalen VC-Märkte. Die Förderung von geschlechterdiversen Teams bei VC-Gesellschaften ist daher ein Handlungsfeld des Zukunftsfonds und seiner Mandatare. Dies zeigt sich im Fondsportfolio des

<sup>82</sup> Zur Berechnung dieser Zahl, wurden die durch die jeweiligen Bausteine direkt oder indirekt finanzierten Unternehmen per Namensabgleich konsolidiert.

Zukunftsfonds. So haben die Hälfte der finanzierten Fonds mindestens eine Frau auf der Partner-Ebene (Abbildung 30). Diese Fonds erhielten sogar mehr als die Hälfte aller Fondszusagen im Zukunftsfonds.

**Abbildung 30: Die Hälfte der Fonds mit mindestens einer Frau auf Partner-Ebene**



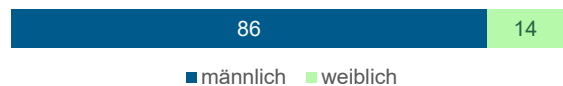
Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten der Mandatare, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Über alle Fonds im Gesamtportfolio des Zukunftsfonds sind 14 % der Partner Frauen (Abbildung 31). Zum Vergleich liegt der Anteil von Frauen auf Partner-Ebene im deutschen VC-Markt insgesamt bei nur 10 % (Abbildung 20).

**Abbildung 31: 14 % aller Personen auf Partner-Ebene im Portfolio des Zukunftsfonds sind weiblich**

Anteile in Prozent



Quelle: Monitoringdaten der Mandatare, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

### 4.3 Detailbetrachtung Unternehmens-ebene

Bis Ende 2023 wurden durch den Zukunftsfonds 458 Unternehmen entweder unmittelbar über Direktfinanzierungen oder mittelbar über Fondsinvestments und Globaldarlehen finanziert.<sup>82</sup> Dabei haben der Zukunftsfonds und seine Intermediäre (Fonds und LFIs) in 472 einzelnen Transaktionen 780 Mio. EUR aus dem Zukunftsfonds eingesetzt. Es wurden somit einzelne Wachstumsunternehmen mehrfach finanziert, bspw. wenn verschiedene Bausteine des Zukunftsfonds oder Wagniskapitalfonds aus dem Zukunftsfonds-Portfolio in das gleiche Zielunternehmen investierten. Den Wachstumsunternehmen wurden dabei zusammen mit den (öffentlichen und privaten) pari passu Ko-Finanzierern außerhalb des Zukunftsfonds insgesamt rund 7,1 Mrd.

EUR an Finanzmitteln bereitgestellt.<sup>83</sup> Dabei erfolgten im Rahmen des Zukunftsfonds bis Ende 2023 insgesamt 459 indirekte Finanzierungen über Fondsbeteiligungen und Globaldarlehen, 13 Direktfinanzierungen an Wachstumsunternehmen über Fremdkapitalfinanzierung und Direktbeteiligungen (Tabelle 5).

**Tabelle 5: Zukunftsfonds-Bausteine bis zum 31.12.2023 an 472 Unternehmensfinanzierungen beteiligt**

Anzahl der Finanzierungstransaktionen mit Beteiligung des Zukunftsfonds bis 2023

Indirekte Investments (Fonds / Globaldarlehen)	Anzahl
ERP-ZF WF (seit 2021), GFF EIF WF (seit 2021), WFD (seit 2023), ETCI (seit 2023), GTF (seit 2023), RIG (seit 2023)	459
Direktfinanzierungen (Equity / Debt)	
VTGF 2.0 (seit 2022), DTCF (seit 2023)	13
Insgesamt	<b>472</b>

Anmerkungen: Bei Fondsinvestments können mehrere Bausteine an einer Start-up-Finanzierung beteiligt sein.

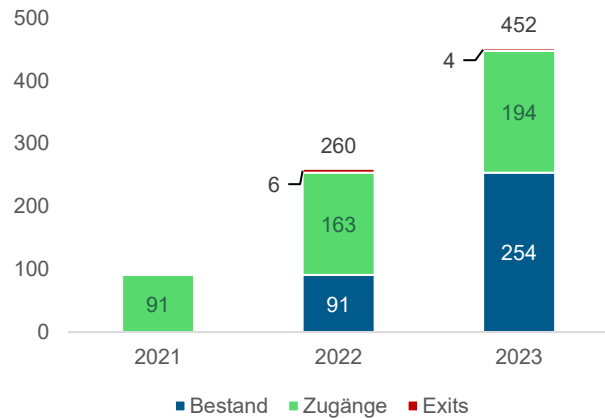
Quelle: Monitoringdaten der Mandatare, eigene Berechnungen von KfW Research.

Das Portfolio der mit Zukunftsfonds-Mitteln finanzierten Unternehmen befindet sich erst im Aufbau. Nach Start des ersten Bausteins des Zukunftsfonds im Jahr 2021 ist die Anzahl der Wachstumsunternehmen mit einer bestehenden Finanzierung schnell angestiegen. Über das Jahr 2021 befanden sich 91 Unternehmen, über das Jahr 2023 bereits 452 Unternehmen durch aktive Direktbeteiligungen, Fondsbeteiligungen oder bestehende Kreditlinien im Portfolio des Zukunftsfonds (Abbildung 32). Trotz des nach 2021 deutlich abkühlenden VC-Markts und einer damit einhergehenden Zurückhaltung bei der Investitionstätigkeit von VC-Fonds ist die Anzahl der Zugänge stetig angestiegen. Da die meisten Bausteine des Zukunftsfonds erst ab 2023 ihre Tätigkeit aufgenommen haben und die VC-Fonds, an denen sich der Zukunftsfonds beteiligt, ihre Portfolien in den kommenden Jahren erst aufbauen werden, ist in den nächsten Jahren von einer weiteren Beschleunigung bei den Zugängen zum Portfolio des Zukunftsfonds auszugehen.

<sup>83</sup> Bezug genommen wird bei Fondsbeteiligungen auf das Investitionsvolumen der VC-Fonds in das Zielunternehmen, bei Direktbeteiligung das Investitionsvolumen der Finanzierungsrunde eines Zielunternehmens mit Beteiligung des Zukunftsfondsbausteins, bei direkter Fremdfinanzierung das Volumen der Kreditlinie an das Zielunternehmen, einschließlich der Mittel beteiligter privater Finanzierer und bei Globaldarlehen das Gesamtvolumen der Unternehmensfinanzierung einschließlich Mittel der LFI und anderer privater Investoren.

**Abbildung 32: Portfolio der finanzierten Unternehmen im Zukunftsfonds wächst sukzessive an**

Anzahl der Unternehmen im Zukunftsfondsportfolio über die Jahre



Lesehilfe: Die Unternehmen im "Bestand" befanden sich sowohl am Beginn als auch am Ende der jeweiligen Jahre im Gesamtportfolio des Zukunftsfonds (waren also durch einen oder mehrere Bausteine finanziert), die „Zugänge“ kamen im Verlauf der jeweiligen Jahre hinzu und waren auch am Ende enthalten, die „Exits“ waren zu Beginn der jeweiligen Jahre enthalten oder kamen hinzu, fielen im Jahresverlauf allerdings (wieder) heraus.

Quelle: Monitoringdaten der Mandatare, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

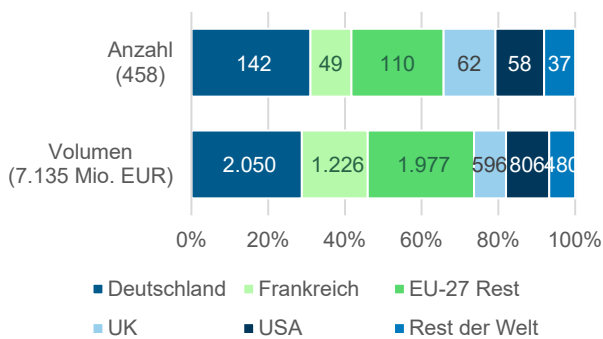
Ein Großteil der Mittel des Zukunftsfonds werden dem VC-Markt über Fondsinvestments zur Verfügung gestellt. Die mitfinanzierten privaten Fonds investieren die Mittel wiederum regional diversifiziert in Start-ups. Die Gesamtheit der durch den Zukunftsfonds indirekt und direkt finanzierten Wachstumsunternehmen ist daher international, insbesondere europäisch gestreut. Mit 66 % haben die allermeisten Wachstumsunternehmen ihren Hauptsitz in der EU (Abbildung 33). Auf sie entfallen 74 % aller Mittel, die in Transaktionen mit anteiligen Zukunftsfondsmitteln bereitgestellt wurden. Es wurden 142 deutsche Wachstumsunternehmen mit rund 2 Mrd. EUR finanziert. Damit erhielten deutsche Unternehmen deutlich mehr als das Doppelte der 780 Mio. EUR, die bis zum Stichtag von den Bausteinen des Zukunftsfonds abgerufen wurden (Faktor: 2,6). Auch wenn nur wenige der über die Fondsbausteine finanzierten Fonds einen expliziten Deutschlandfokus haben, profitieren deutsche Wachstumsunternehmen somit überproportional von deren Investitionstätigkeit. Das ist auch zu erwarten, da Deutschland bei Befragungen europäischer Beteiligungskapitalgeber regelmäßig als das in Europa vielversprechendste Land für VC-Investitionen gesehen wird.<sup>84</sup> Zur Wahrung von Renditechancen

<sup>84</sup> Siehe EIF Venture Capital Surveys der Jahre [2021](#), [2022](#) und [2023](#).

und zur Vermeidung von Klumpenrisiken ist es grundsätzlich wichtig, dass Fonds regional diversifiziert investieren können. Nur so ist eine effiziente Kapitalallokation im Rahmen der jeweils gegebenen Konzepte bzw. Strategien der Fonds möglich. Gemessen an der regionalen Diversität der bisher finanzierten Wachstumsunternehmen leistet der Zukunftsfonds nicht nur einen wichtigen Beitrag zur Stärkung des deutschen Start-up-Ökosystems sondern auch zum Abbau der Fragmentierung und zur Hebung der Potenziale des gesamteuropäischen VC-Markts.<sup>85</sup>

**Abbildung 33: Mithilfe des Zukunftsfonds wurden 142 deutsche Unternehmen finanziert, die insgesamt über 2 Mrd. EUR erhielten**

Hauptsitz der Unternehmen im Zukunftsfonds



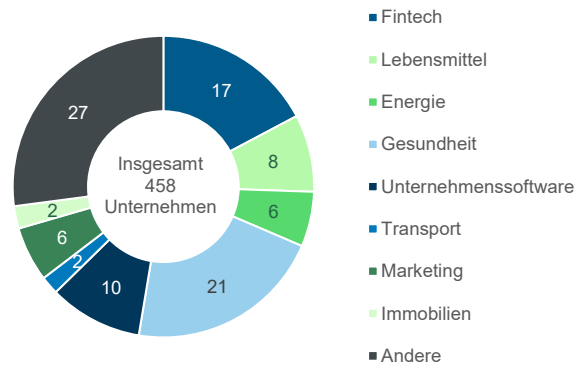
Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten der Mandatäre, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Die Industrien und Technologiefelder, in denen die finanzierten Unternehmen aktiv sind, sind breit gestreut. Die meisten Unternehmen lassen sich auf Basis der Sektoreuzuordnung von Dealroom.co (vgl. Anhang A) jedoch den Feldern Life-Science und ICT zuordnen. So machen die Industrien Gesundheit (21 % aller Unternehmen), Lebensmittel (8 %), Fintech (17 %) und Unternehmenssoftware (10 %) gemeinsam über die Hälfte aller finanzierten Unternehmen aus. Dabei ist anzumerken, dass Klassifizierungen in Technologiefelder und Industrien stets mit Unschärfen behaftet sind. So können einzelne Unternehmen in verschiedenen Bereichen aktiv und der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit nicht immer eindeutig sein.

**Abbildung 34: Zukunftsfonds finanzierte Wachstumsunternehmen haben breites Sektorenspektrum – Schwerpunkte auf Gesundheit und Fintech**

Anteil der Unternehmen im Zukunftsfonds nach Industrie in Prozent



Quelle: Monitoringdaten der Mandatäre, Daten von Dealroom.co, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

**4.4 Die Sicht von Stakeholdern auf den Zukunftsfonds**

Im Oktober 2023 wurde ein Stakeholder-Hearing durchgeführt, um die Ausgestaltung und Umsetzung des Zukunftsfonds zu diskutieren. Am Hearing nahmen Vertreterinnen und Vertreter aus dem deutschen Wagniskapital-Ökosystem teil, d. h. privater VC-Fonds, des BVDS sowie des Sustainable Finance-Beirats der Bundesregierung. Das Hearing orientierte sich an folgenden Leitfragen:

1. In welchen Segmenten des deutschen Wagniskapitalmarkts wird ein strukturelles Unterangebot an Kapital von europäischen, insbesondere deutschen Investoren gesehen?
2. Wie ist die strategische Ausrichtung sowie Ausgestaltung des Zukunftsfonds vor dem Hintergrund der gegebenenfalls genannten strukturellen Defizite des deutschen Wagniskapitalmarkts zu beurteilen?
3. Wie ist die bisherige Umsetzung der einzelnen Bausteine des Zukunftsfonds zu beurteilen?
4. Was ist der wichtigste Beitrag des Zukunftsfonds für den deutschen Wagniskapitalmarkt?

<sup>85</sup> Tykvoová et al, 2012, *Potential of Venture Capital in the European Union*, Studie im Auftrag des Komitees für Industrie, Forschung und Energie des Europäischen Parlaments.

5. Wie gut gelingt es, mit dem Zukunftsfonds privates Kapital für den deutschen Wagniskapitalmarkt zu mobilisieren? Wie ist demgegenüber das Risiko, dass mit der derzeitigen Ausgestaltung des Zukunftsfonds privates Kapital aus dem deutschen Wagniskapitalmarkt gedrängt wird zu beurteilen? Wie ist das zu begründen?

6. Wie ist im Allgemeinen die Rolle öffentlicher Investitionen als Ankerinvestitionen im Fundraising von Venture Capital-Fonds zu beurteilen? Wie ist im Speziellen die Rolle des Zukunftsfonds als Ankerinvestor im Fundraising von Venture Capital-Fonds zu beurteilen? Wie ist das zu begründen?

7. Über die derzeitige Ausgestaltung des Zukunftsfonds hinaus: Was wären wichtige Verbesserung des öffentlichen Kapitalangebots auf den deutschen Wagniskapitalmarkt?

Die Aussagen der Stakeholder im Hearing sind im Folgenden zusammengefasst und spiegeln nicht notwendigerweise die Meinung der Autoren wider:<sup>86</sup>

- Breiter Konsens unter den Stakeholdern war, dass es nach wie vor ein strukturelles Unterangebot an Kapital von europäischen insbesondere deutschen Investoren auf dem deutschen VC-Markt gäbe, das vor allem das Wachstumssegment beträfe. Konkretisiert wurde dies von mehreren Teilnehmern als zu geringes Angebot von VC-Investitionen über 20 Mio. EUR. Ergänzt wurde dies durch Hinweise auf einen Kapitalmangel im sehr frühen VC-Bereich (pre-Seed, Business Angels). Hinsichtlich Sektoren wurde mehrfach Deeptech als Bereich genannt, in dem es nach wie vor ein strukturelles Unterangebot an Kapital von europäischen, insbesondere deutschen Investoren gäbe. Beispielhaft wurden hier „Core-Technologies“ im Deeptech-Bereich wie Künstliche Intelligenz, Quantencomputing, Raumfahrt, Kernfusion, Halbleiter und Climate-Tech genannt. Das strukturelle Unterangebot beschränke sich dabei nicht auf spezielle Finanzierungsinstrumente, Fund-of-Funds und Venture Debt wurden hier allerdings erwähnt.

- Die strategische Ausrichtung und Ausgestaltung des Zukunftsfonds wurden mit Blick auf die genannten strukturellen Unterangebote des deutschen VC-Markts von den Stakeholdern als „genau richtig“ bewertet. Hierbei wurde hervorgehoben, dass der Zukunftsfonds alle der von den Expertinnen und Experten identifizierten Problembereiche adressiere. In der Gesamtsicht wurde der Zukunftsfonds als eine „gute Mischung zwischen Breiten- und Spitzenwirkung“ bewertet. Insbesondere der Wachstumsfonds Deutschland wurde als wichtiges Instrument hervorgehoben. Auch die Idee, im Rahmen des Zukunftsfonds einen Side-Opportunity-Direktinvestment-Baustein zu konzipieren Wissen und Erfahrung von Bestandsinvestoren nutzen und bei Wachstumsfinanzierungen den entscheidenden Beitrag zum Dealabschluss leisten. Aus Sicht der Stakeholder wäre es wichtig, die strategischen Ziele des Zukunftsfonds noch stärker zu kommunizieren, weil es diese in der Öffentlichkeit noch wenig bekannt wären.

- Auch zur bisherigen Umsetzung der einzelnen Bausteine des Zukunftsfonds gaben die Stakeholder insgesamt ein sehr positives Feedback. Im Einzelnen wurde z. B. beim Wachstumsfonds Deutschland als hilfreich erachtet, dass bereits vor dem Final Closing Investitionen getätigt wurden. Angeregt wurde lediglich, Datenanforderungen hinsichtlich möglicher Verschlinkungen zu prüfen. In Bezug auf den DTCF wurde die Anregung gegeben, das strategische Ziel stärker zu kommunizieren. Auch die Herausforderung bei der Umsetzung des strategischen Ziels, Investitionen in Start-ups zu tätigen, bei denen der Markteintritt noch nicht absehbar ist, wurde angesprochen. Positiv wurde hervorgehoben, dass bei der Ausgestaltung des DTCF zeitnah auf Rückmeldungen aus dem Markt reagiert wurde, sodass auch Ko-Investments mit VC-Fonds möglich wurden. Der VTGF wurde als wichtiges Instrument zur Entwicklung des Venture Debt-Markts bewertet, dessen Marktpresenz zwischen Geschäftsbanken und privaten Fonds aber noch ausbaufähig sei. Potenzial besteht laut den Stakeholdern in der Weiterentwicklung des Zusammenspiels zwischen Fremdkapital- und Eigenkapital-Finanzierungen. Eine Anregung war hierbei, die Matching-Kriterien für Ko-Finanzierungen zu erweitern, sodass bspw. die Debt-Tranche des VTGF auch zusammen mit einer Ko-Eigenkapital-Finanzierung bereitgestellt werden könne.

<sup>86</sup> Basierend auf dem zusammenfassenden Protokoll zum Stakeholder-Hearing vom 18.10.2023.

- Als wichtigster Beitrag des Zukunftsfonds für den deutschen Wagniskapital-Markt wurde von den Stakeholdern die Mobilisierung privaten Kapitals genannt. Insbesondere mit dem Wachstumsfonds Deutschland ist die Erwartung verknüpft, dass damit deutsche institutionelle Investoren stärker an die Assetklasse „VC“ herangeführt werden. Die Stakeholder wiesen darauf hin, dass Anlagen deutscher institutioneller Investoren in die Assetklasse „VC“ bisher vor allem im Ausland – insbesondere den USA – erfolgt seien. Grund wäre die bei institutionellen Investoren vorherrschende Meinung, die Performance von VC-Investitionen sei dort besser, was die tatsächlichen Daten allerdings nicht zeigten. Auch die Weiterentwicklung des Venture Debt-Markts wird als wichtiger Beitrag des Zukunftsfonds angesehen.
- Die Stakeholder erwarten mit der derzeitigen Ausgestaltung des Zukunftsfonds auf absehbare Zeit keine Verdrängung von privatem Kapital aus dem deutschen Wagniskapitalmarkt (Crowding-out). Der Markt sei noch lange nicht gesättigt. Bei Fondsinvestments wird die Gefahr eines Crowding-outs von den Stakeholdern grundsätzlich als sehr gering eingeschätzt. Nur bei öffentlichen Direktinvestitionen sei mittelfristig auf ein entsprechendes Risiko zu achten. Abgesehen von Crowding-out werden in geringem Ausmaß Allokationsveränderungen für möglich gehalten. Etwa dann, wenn institutionelle Investoren in staatlich initiierten, neu aufgelegte Vehikel investierten, dafür aber ihre Commitments in private Fonds reduzierten oder wenn Business Angels statt weiterhin Pre-seed-Investments zu tätigen, in einer besser entwickelten Fondslandschaft ihr Kapital in Fonds platzieren würden. Generell wird die öffentliche Bereitstellung von Venture Capital aber als Brücke in eine Zukunft bewertet, in der ein deutlich größerer Markt sich selbst trage.
- Hinsichtlich der Rolle öffentlicher Investitionen – und im Speziellen des Zukunftsfonds – als Ankerinvestitionen im Fundraising von VC-Fonds beschrieb ein Stakeholder Ankerinvestoren als zuverlässige Akteure, mit denen beispielsweise bei der Planung für eine neue Fondsgeneration als erstes besprochen wird. So begänne man als Fond-Initiator nicht bei null, sondern hätte schon einen großen Teil des Wegs bis zum First Closing geschafft. Als Merkmale für Ankerinvestoren wurde weiterhin genannt, dass diese häufig bei First Closings dabei seien oder Commitments im zweistelligen Prozentbereich eingingen. Grundsätzlich seien Ankerinvestoren „First Mover“. Speziell öffentliche Investoren signalisieren aus Sicht der Stakeholder Sicherheit für weitere Investitionen.
- Bezüglich weiterer wichtiger Verbesserungen des öffentlichen Kapitalangebots auf dem deutschen Wagniskapitalmarkt über die derzeitige Ausgestaltung des Zukunftsfonds hinaus wurde von einem Teilnehmer eine Ausweitung des öffentlichen Kapitalangebots nach dem Beispiel Frankreichs (siehe Abschnitt 2.2) genannt. Auch steuerliche Anreize würden helfen, speziell zur Gewinnung ausländischer Investoren für Investitionen in deutsche Fonds. Mit Blick auf die steuerliche Belastung hätten ausländische Fonds noch Wettbewerbsvorteile. In einem weiteren Redebeitrag wurde eine bessere Unterstützung von Business Angels gewünscht (z. B. Streichung der Deckelung beim Invest-Zuschuss) sowie auf die Notwendigkeit einer Verbesserung des Exitumfelds (insbesondere IPOs) beispielsweise durch eine steuerliche Begünstigung einer kapitalmarktorientierten Altersvorsorge hingewiesen. Darüber hinaus fehle bei vielen Investmentteams das Tech-Knowhow, dieses müsse vor allem für Deeptech-Investitionen noch aufgebaut werden. Abschließend wurde eine Schärfung der Kommunikation zu den Zukunftsfonds-Bausteine sowie anderer Fördermaßnahmen angeregt, um diese noch bekannter zu machen.



## 5. Umsetzungsstand der Bausteine

Aufgrund des modularen, sukzessiven Aufbaus des Zukunftsfonds sind die Aktivitäten einiger Bausteine bereits umfangreicher als bei anderen (vgl. Abschnitt 4.1). Tabelle 6 gibt einen Überblick über den Stand der Aktivitäten in den einzelnen Bausteinen zum 31.12.2023.

**Tabelle 6: Eckdaten der Bausteine zum 31.12.2023**

Bausteine	Start	Zusagen* (in Mio. EUR)	Abrufe** (in Mio. EUR)
<b>Indirekte Investments (Fonds / Globaldarlehen)</b>			
ERP-ZF WF	2021	537	107
GFF EIF WF	2021	1.315	399
WFD	2022	290	41
ETCI	2023	884	25
GTF	2023	44	4
RIG	2023	44	10
EMF***	2023	0	0
<b>Direktfinanzierungen (Debt / Equity)</b>			
VTGF 2.0	2022	171	171
DTCF	2023	24	24
<b>Zukunftsfonds insgesamt</b>	2021	3.308	780

Zusagen und Abrufe sind gerundete Werte.

\* Zusagen an Intermediäre (Fonds, LFI) bzw. direkt an Start-ups;

\*\* Abrufe durch Intermediäre zur Finanzierung von Start-ups bzw. bei Direktfinanzierungen die an Start-ups unmittelbar erfolgten Zusagen.

\*\*\* Die erste Zusage der EMF erfolgte 2024 und daher außerhalb des Berichtszeitraums.

Quelle: Monitoringdaten der Mandatare, eigene Berechnungen von KfW Research.

Die ersten aktiven Bausteine des Zukunftsfonds waren GFF EIF WF und ERP-ZF WF für Fondsinvestments sowie VTGF 2.0 für direkte Fremdkapitalfinanzierungen. Nur für diese Bausteine sind bis zum Stichtag des Statusberichts ausreichend Informationen angefallen, um die bisherigen Bausteinaktivitäten aussagekräftig darstellen zu können. In den folgenden Unterkapiteln werden daher die Inputs und Outputs dieser Bausteine ausführlicher betrachtet.

### 5.1 German Future Fund EIF Wachstumsfazilität

Über die German Future Fund EIF Wachstumsfazilität geht der EIF großvolumige Beteiligungen an VC-Fonds ein, die sich branchenoffen auf Wachstumsfinanzierungen fokussiert haben. Aufbauend auf dem ERP/EIF-Dachfonds konnte die GFF EIF WF schnell umgesetzt werden und die Investitionstätigkeit bereits sehr schnell Mitte 2021 starten. Ziel der GFF EIF Wachstumsfazilität ist es, das Beteiligungskapitalangebot für Unternehmen in der Wachstumsphase durch das Eingehen von Beteiligungen an Anlagefonds zu verbreitern. Der Anteil des Kapitals aus der GFF EIF WF an einem einzelnen Fonds soll dabei grundsätzlich mindestens 5 %,

aber maximal 70 % des finalen Fondsvolumens betragen. Außerdem soll der Anteil aller öffentlichen Fondsinvestoren ebenfalls maximal 70 % des finalen Fondsvolumens betragen. In Einzelfällen kann von diesen Vorgaben abgewichen werden.

Die GFF EIF WF ist mit einem Bausteinvolument von rund 3,3 Mrd. EUR ausgestattet, um von 2021 bis 2030 Investments zu tätigen. Bis Ende 2023 wurden davon im Fundraising befindlichen VC-Fonds Kapitalzusagen in Höhe von rund 1,3 Mrd. EUR gegeben, wovon knapp 1,2 Mrd. EUR als gezeichnetes Kapital angenommen wurden (Tabelle 7). Seit Start des Bausteins wurden somit bis zum Stichtag knapp zwei Fünftel des Bausteinvolumentes zugesagt. Dabei ist anzumerken, dass die Bausteine des Zukunftsfonds ihre Zusagen in der Regel nicht gleichmäßig über die Zeit verteilt tätigen. Das bisherige Zusagenverhalten lässt sich somit nicht ohne weiteres in die Zukunft fortschreiben. Bei fünf Commitments des Jahres 2023 standen zum Stichtag die Annahme durch die Fonds noch aus. Zwei Fonds erhielten zwar Zusagen, wurden letztlich aber doch nicht aufgelegt. Diese zugesagten Mittel stehen somit für anderweitige zukünftige Zusagen zur Verfügung

**Tabelle 7: Eckdaten der German Future Fund EIF Wachstumsfazilität zum 31.12.2023**

<b>Fonds</b>	
Commitments (Zusagen)	1.315 Mio. EUR / 33 Fonds (Ø 40 Mio. EUR)
Angenommen (Zeichnung)	1.175 Mio. EUR / 26 Fonds (Ø 45 Mio. EUR)
Gesamtes Fondsvolumen der gezeichneten Fonds	11.394 Mio. EUR
Durchschnittlicher Bausteinanteil pro gezeichneten Fonds	20 %
Durchschnittlicher Anteil öffentlicher Investoren (inkl. EIF) pro gezeichneten Fonds	35 %
Abrufe	399 Mio. EUR
<b>Indirekt finanzierte Start-ups</b>	
Investitionen der gezeichneten Fonds	4.339 Mio. EUR

Quelle: Monitoringdaten des EIF, eigene Berechnungen von KfW Research.

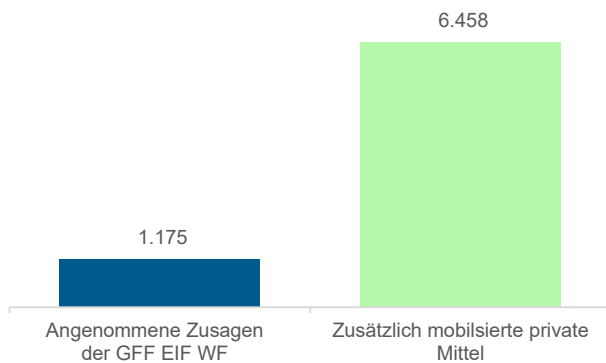
Die im Folgenden dargestellten Zahlen liegen der Zusagetätigkeit durch den Baustein und der Investitionstätigkeit der gezeichneten Fonds bis zum 31.12.2023 zugrunde. Es ist zu erwarten, dass sich die dargestellten Strukturen im Lauf der weiteren Zusage- und Investitionstätigkeit ändern werden.



Die gezeichneten Fonds verwalten zum Stichtag zusammen ein Fondsvolumen von 11,4 Mrd. EUR. Auf Grundlage internationaler Berechnungsstandards<sup>87</sup> können der GFF EIF WF mit ihren bisher rund 1,2 Mrd. EUR investierten Mitteln (unter Berücksichtigung anderer öffentlicher Investoren) davon ein Betrag von rund 6,5 Mrd. EUR an privaten Ko-Investitionen als indirekt mobilisiertes privates Kapital zugerechnet werden (Abbildung 35). Da sich einige der gezeichneten Fonds noch im Fundraising befinden, kann sich dieses Verhältnis bis zum Final Closing der Fonds noch ändern. Im Durchschnitt beträgt der Anteil des Bausteins pro Fonds 20 %, der Anteil öffentlicher Investoren (inkl. EIF) 35 %. Die festgesetzte Maximalquote für öffentliche Investoren (inkl. EIF) in Höhe von 70 % wird somit im Durchschnitt deutlich unterschritten. Von den gezeichneten Fonds im Bausteinportfolio wurden bisher Mittel in Höhe von 399 Mio. EUR abgerufen. Insgesamt wurden von den Fonds bereits mehr als 4,3 Mrd. EUR in 235 Start-ups investiert.

**Abbildung 35: Indirekte Mobilisierung privaten Kapitals durch Zusagen der GFF EIF WF**

Gerundete Werte in Mio. EUR.

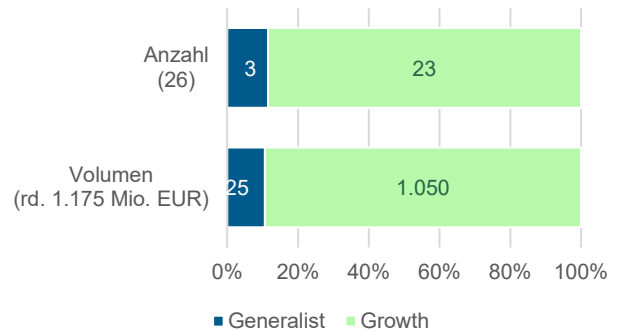


Quelle: Monitoringdaten von des EIF, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Mit der GFF EIF WF soll die Finanzierungssituation von Unternehmen in der Wachstumsphase verbessert werden. Das wird an der strategischen Ausrichtung der

Zielfonds deutlich. Mit einem gezeichneten Kapital in Höhe von rund 1,1 Mrd. EUR bei 23 Fonds gingen 90 % der Zeichnungen an Fonds mit einem Fokus auf das Growth-Segment (Abbildung 36). Daneben gab es drei Zeichnungen mit insgesamt 125 Mio. EUR bei Generalisten also Fonds, die sowohl im Frühphasen- als auch im Wachstumsbereich investieren können.

**Abbildung 36: Phasenverteilung der GFF EIF WF-finanzierten Fonds**



Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten des EIF, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

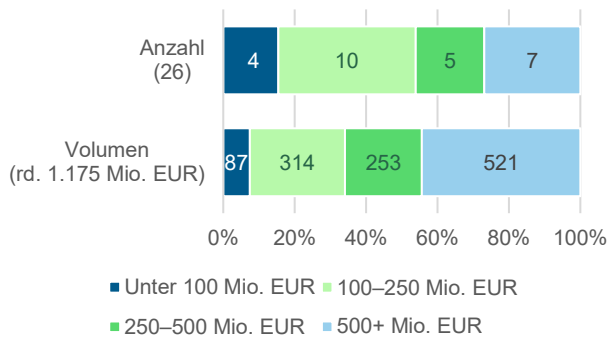
Die GFF EIF WF-Zeichnungen haben eine klare Ausrichtung auf größere Fonds mit Fondsvolumen ab 100 Mio. EUR.<sup>88</sup> Fonds in der Größenklasse 100–250 Mio. EUR sind am häufigsten im Bausteinportfolio vertreten, das meiste Kapital liegt aber bei Fonds im Größenbereich 500+ Mio. EUR (Abbildung 37). Im Fondsgrößenbereich unter 100 Mio. EUR gab es vier Zeichnungen mit insgesamt 87 Mio. EUR, im Bereich 100–250 Mio. EUR zehn Zeichnungen mit 314 Mio. EUR, in der Klasse 250–500 Mio. EUR fünf Zeichnungen mit 253 Mio. EUR und im Bereich 500+ Mio. EUR sieben Zeichnungen in Höhe von insgesamt 521 Mio. EUR. Der klare Schwerpunkt bei größeren Fonds ist Resultat des Ziels, das Angebot von Wachstumsfinanzierungen zu verbessern. Denn Wachstumsfinanzierungen haben meist eine Ticketgröße ab dem mittleren zweistelligen Millionenbereich. Entsprechend groß müssen die Fondsvolumen sein, um 10–15 Portfoliounternehmen ausreichend diversifiziert finanzieren zu können.

<sup>87</sup> Für das methodische Vorgehen und Definitionen siehe Abschnitt A

<sup>88</sup> Wie bei den anderen hier ausgewiesenen Statistiken handelt es sich um einen Zwischenstand zum Berichtsstichtag. Da sich einige Fonds noch im Fundraising befinden, dürfte es bei der Größenverteilung der gezeichneten

Fonds nachträglich noch zu Änderungen kommen. Einzelne Beteiligungen an Co-Investment Fonds führen zudem zu kleineren Fonds im Portfolio des Bausteins.



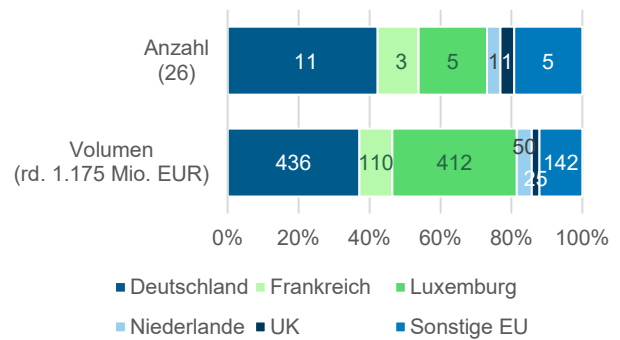
**Abbildung 37: Größenverteilung der GFF EIF WF-finanzierten Fonds**

Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten des EIF, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Von den zum Stichtag 26 gezeichneten Fonds haben elf ihren rechtlichen Sitz in Deutschland (gezeichnetes Kapital: rund 436 Mio. EUR), drei in Frankreich (rund 110 Mio. EUR), fünf in Luxemburg (rund 412 Mio. EUR), jeweils einer in den Niederlanden (rund 50 Mio. EUR) und im UK (rund 25 Mio. EUR) sowie fünf in der restlichen EU (rund 142 Mio. EUR) (Abbildung 38). Die Anforderung, dass mit der GFF EIF WF in europäische Fonds investiert werden soll, wurde somit umgesetzt. Weitere Vorgaben zum Sitz der Fonds und der VC-Gesellschaften enthält das Mandat des Bausteins nicht.

Wo ein Fonds angesiedelt ist, wo das Managementteam sitzt und wo er investiert, ist grundsätzlich voneinander zu trennen. Der Sitz eines Fonds wird häufig nach regulatorischen Standortspezifika ausgewählt und nicht nach dem regionalen Anlagefokus. Das ist am Beispiel Luxemburg leicht nachvollziehbar. Dort sitzen fünf der gezeichneten Fonds, allerdings nur eines der Start-ups, in die die Fonds bisher investiert haben. Die Managementteams der fünf rechtlich in Luxemburg ansässigen Fonds sitzen wiederum in Deutschland (2), Schweden (2) und im UK (1). Zudem besitzen viele größere Fondsgesellschaften neben einem Hauptsitz Präsenzen in verschiedenen europäischen Ländern.

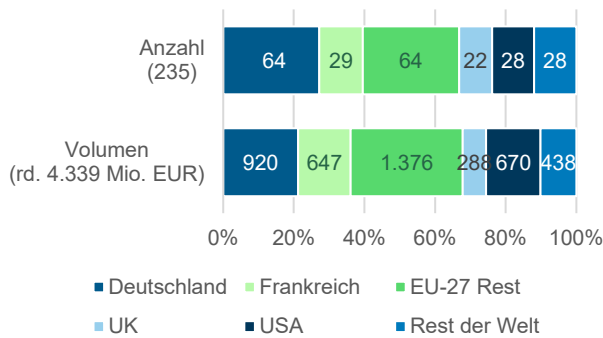
**Abbildung 38: Standortverteilung der GFF EIF WF-finanzierten Fonds**

Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten des EIF, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Aus Rendite- und Diversifizierungsgründen ist es für die gezeichneten Fonds unerlässlich, international Investitionsoportunitäten wahrnehmen zu können (siehe Abschnitt 4.3). Entsprechend sind die bis zum Stichtag finanzierten Start-ups auch international verortet. Die Mehrheit der durch die privaten Fonds finanzierten Start-ups hat ihren Hauptsitz in der EU (Abbildung 38). So wurden 64 deutsche Start-ups mit rund 920 Mio. EUR finanziert, 29 französische Start-ups erhielten rund 647 Mio. EUR und 64 Start-ups aus der restlichen EU rund 1,4 Mrd. EUR. Darüber hinaus wurden Investitionsoportunitäten im UK mit 22 Start-ups und rund 288 Mio. EUR, in den USA mit 28 Start-ups und rund 670 Mio. EUR sowie im Rest der Welt mit 28 Start-ups und rund 438 Mio. EUR wahrgenommen. Grundsätzlich sind die gezeichneten Fonds vertraglich dazu verpflichtet, mindestens in der Höhe des aus der GFF EIF WF kommenden gezeichneten Kapitals deutsche Start-ups zu finanzieren. Mit den genannten rund 920 Mio. EUR erhielten Start-ups mit Hauptsitz in Deutschland über die GFF EIF WF-finanzierten Fonds insgesamt bereits mehr als das Doppelte der 399 Mio. EUR, die bis zum Stichtag vom Baustein GFF EIF WF an Mitteln abgerufen wurden (Faktor: 2,3).

**Abbildung 39: GFF EIF WF – Standortverteilung der finanzierten Start-ups**

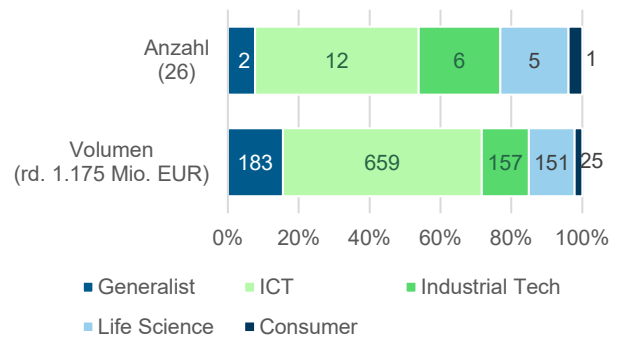


Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten des EIF, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Die Mittel der GFF EIF WF stehen grundsätzlich branchenoffen zur Verfügung und werden von Fonds für verschiedene dezidierte Sektorstrategien genutzt. Viele Fonds haben einen ICT-Fokus, investieren also in Unternehmen, deren Produkte und Dienstleistungen auf Informations- und Kommunikationstechnologien beruhen, darunter klassische digitale Geschäftsmodelle wie E-Commerce, Marktplätze oder Unternehmenssoftware. Mit 12 Zeichnungen in Höhe von insgesamt rund 659 Mio. EUR liegt auf solchen Fonds somit ein Schwerpunkt (Abbildung 40). Sechs Zeichnungen in Höhe von insgesamt rund 157 Mio. EUR gab es bei Industrial Tech-Fonds. Sie investieren in Start-ups, die Produkte und Dienstleistungen in Bereichen wie Energie, Maschinenbau, Robotik, Automation, optische Technologien, Quantentechnologien, industrielle Software anbieten. Bei Life Science-Fonds gab es fünf Zeichnungen mit insgesamt rund 151 Mio. EUR. Diese investieren in Start-ups, deren Produkte und Dienstleistungen auf Lebensprozesse ausgerichtet sind, darunter Bereiche wie Pharmazeutika, Biotechnologie, Nahrungsergänzungsmitteln aber auch Diagnostik. Ein Fonds mit einem Schwerpunkt auf Produkte für Endkunden wie Konsumgüter, Dienstleistungen und Einzelhandel erhielt rund 25 Mio. EUR. An Generalisten – also Fonds ohne Sektorfokus – gab es zwei weitere Zeichnungen mit insgesamt rund 183 Mio. EUR. Diese beiden Fonds sind im Bereich Venture Debt und Private Equity tätig.

**Abbildung 40: Sektorenverteilung der GFF EIF WF-finanzierten Fonds**

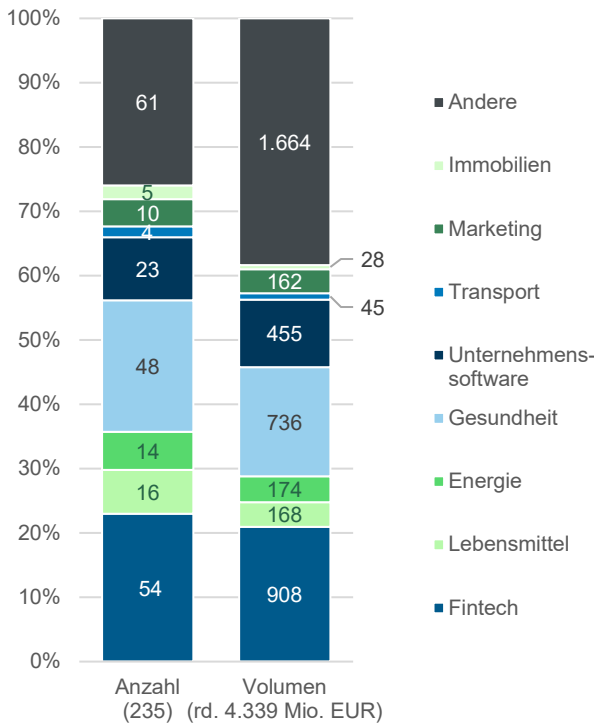


Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten des EIF, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Informations- und Kommunikationstechnologien haben ein breites Anwendungsspektrum. Daher ist auf der Ebene der finanzierten Start-ups auf Basis der Sektorenzuordnung von Dealroom.co (vgl. Anhang A) kein ICT-Schwerpunkt zu erkennen, sondern ebenfalls eine entsprechend breite Sektorenverteilung. Mit 54 Start-ups und rund 908 Mio. EUR sind dabei viele der Portfoliounternehmen Fintechs und mit 48 Start-ups und rund 736 Mio. EUR ebenfalls viele im Gesundheitssektor verortet (Abbildung 41). Daneben haben die Sektoren „Unternehmenssoftware“ (23 / rund 455 Mio. EUR), „Lebensmittel“ (16 / rund 168 Mio. EUR), „Energie“ (14 / rund 174 Mio. EUR) und „Marketing“ (10 / rund 162 Mio. EUR) größere Anteile. Dabei ist anzumerken, dass Klassifizierungen in Technologiefelder und Industrien stets mit Unschärfen behaftet sind. So können einzelne Unternehmen in verschiedenen Bereichen aktiv und der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit nicht immer eindeutig sein.

**Abbildung 41: GFF EIF WF – Sektorenverteilung der finanzierten Start-ups**

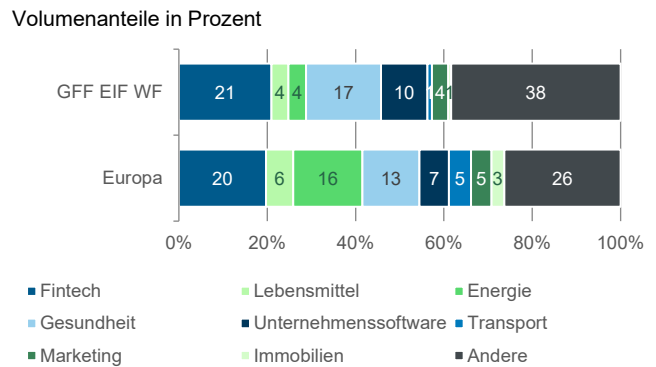


Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten des EIF, Daten von Dealroom.co, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Im Vergleich zu den VC-Deals in Europa der Jahre 2021–2023 sind die Sektoren Gesundheit und Unternehmenssoftware beim Volumen der Start-up-Finanzierungen der über die GFF EIF WF gezeichneten Fonds anteilig etwas stärker. Health-Start-ups liegen mit 17 % und Software-Start-ups mit 10 % etwas über ihren Marktanteilen von 13 und 7 %. Im deutschen VC-Markt fiel der Anteil des Gesundheitssektors mit 10 % im gleichen Zeitraum sogar noch etwas geringer aus (vgl. Abschnitt 2.6). Angesichts des zum Großteil europäischen Portfolios der von der GFF EIF WF-finanzierten Fonds bieten die Investitionen auf dem europäischen VC-Markt jedoch einen sinnvolleren Vergleich. Dafür entfällt auf den Energiesektor mit 4 % ein deutlich kleinerer Anteil als im Markt (16 %). Auch das Aggregat der anderen, im Markt eher kleinen Sektoren fällt mit 38 % deutlich größer aus (Abbildung 42). Darunter sticht der Fashion-Sektor hervor, also smarte und innovative Textilien und Accessoires, auf den ein Anteil von 7 % entfällt, im europäischen Markt allerdings nur 1,5 % des Investitionsvolumens.

**Abbildung 42: GFF EIF WF – Sektorenverteilung der finanzierten Start-ups im Marktvergleich**

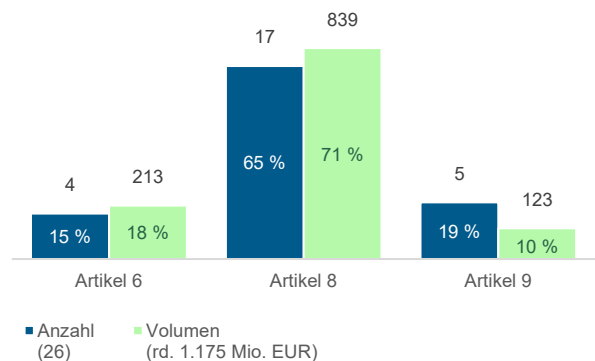


Quelle: Monitoringdaten des EIF, Daten von Dealroom.co, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Die Sektor- und Standortverteilung der Start-ups hängt auch von der Chronologie der Zusagen an die Fonds ab. So liegt das Jahr des ersten Investments bei neun der gezeichneten Fonds vor 2022, bei 14 Fonds im Jahr 2022 und bei drei Fonds im Jahr 2023. Je länger das Erstinvestment zurückliegt, desto weiter fortgeschritten ist die Investmentphase eines Fonds mit einem größeren Aufbau an Portfoliounternehmen und desto stärker schlägt seine Anlagestrategie auf den Stand des Bausteins zum 31.12.2023 durch.

Für die Zusagen der Mittel der ERP-ZF WF gibt es keine Vorgaben bezüglich SFDR-Einstufungen der Zielfonds. Entsprechend spiegeln die Zeichnungen die Verteilung der SFDR-Einstufungen des Markts wider. So sind die gezeichneten Fonds mehrheitlich nach Artikel 8 eingestuft (17 Fonds mit rund 839 Mio. EUR) (Abbildung 43). Mit vier und fünf Zeichnungen sind Artikel-6- und Artikel-9-Fonds ähnlich häufig vertreten, wengleich erstere etwas volumenstärker (rund 213 Mio. EUR) als letztere (rund 123 Mio. EUR) sind.

**Abbildung 43: SFDR-Einstufungen der GFF EIF WF-finanzierten Fonds**

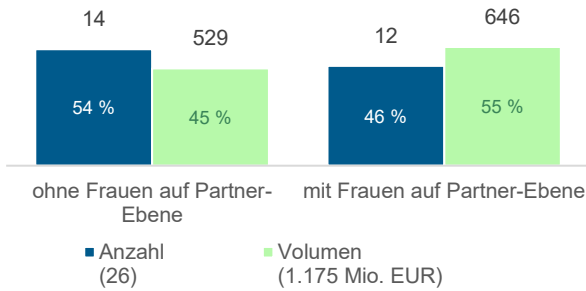


Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten des EIF, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Der EIF strebt im Rahmen seiner Equity-Produkte an, geschlechterdiverse Teams zu unterstützen. 46 % der Fonds im Portfolio des GFF EIF WF haben mindestens eine Frau auf Partner-Ebene (Abbildung 44). Auf diese Fonds entfallen über die Hälfte aller Zusagen.

**Abbildung 44: GFF EIF WF-finanzierte Fonds mit und ohne mindestens einer Frau auf GP-Ebene**



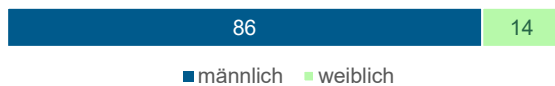
Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten des EIF, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Frauen machen auf der Ebene von Partnern bei den Fonds im Portfolio der GFF EIF WF 14 % aus (Abbildung 45). Verglichen mit dem deutschen Gesamtmarkt, auf dem Frauen nur 10 % der Beschäftigten auf Partner-Ebene stellen, sind sie bei den durch den GFF EIF WF finanzierten Fonds stärker vertreten (Abbildung 20).

**Abbildung 45: Geschlechterverteilung auf GP-Ebene der GFF EIF WF-finanzierten Fonds**

Anteile in Prozent



Quelle: Monitoringdaten des EIF, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

## 5.2 ERP-Zukunftsfonds Wachstumsfazilität

Das Modul 1a der ERP-Zukunftsfonds Wachstumsfazilität ist 2021 gestartet. Für die Umsetzung konnte mit KfW Capital auf einen etablierten Mandatar mit entsprechender Größe zurückgegriffen werden. Über das Modul 1a der ERP-ZF WF investiert KfW Capital branchenoffen in deutsche und europäische VC- und VD-Fonds. Ziel ist es, das Wagniskapitalangebot für technologieorientierte Start-ups und junge Unternehmen in der Wachstumsphase in Deutschland zu verbessern. Mit den Mitteln der ERP-ZF WF kann KfW Capital bei Fondsinvestments größere Tickets zusagen, als sie im Rahmen ihrer bereits zuvor angebotenen ERP-VC-Fondsinvestments zusagen könnte, womit insbesondere das Entstehen großvolumiger Wachstumsfonds

gefördert wird. Über das Modul 1a der ERP-ZF WF kann sich KfW Capital mit bis zu 50 Mio. EUR an einem einzelnen Fonds beteiligen, wobei sich die Beteiligung von KfW Capital zu jedem Closing auf maximal 19,99 % des Fondsvolumens belaufen darf. Außerdem darf der Anteil aller öffentlichen Fondsinvestoren maximal 50 % des finalen Fondsvolumens betragen.

**Tabelle 8: Eckdaten der ERP-Zukunftsfonds Wachstumsfazilität zum 31.12.2023**

Fonds	
Commitments (Zusagen)	537 Mio. EUR / 24 Fonds (Ø 22 Mio. EUR)
Angenommen (Zeichnung)	455 Mio. EUR / 22 Fonds (Ø 21 Mio. EUR)
Gesamtes Fondsvolumen der gezeichneten Fonds	7.764 Mio. EUR
Durchschnittlicher Bausteinanteil pro gezeichneten Fonds	7 %
Durchschnittlicher Anteil öffentlicher Investoren pro gezeichneten Fonds	28 %
Abrufe durch die Fonds	107 Mio. EUR
<b>Indirekt finanzierte Start-ups</b>	226
Investitionen durch die gezeichneten Fonds	1.996 Mio. EUR

Quelle: Monitoringdaten von KfW Capital, eigene Berechnungen von KfW Research.

Die im Folgenden dargestellten Zahlen liegen der Zusagetätigkeit durch den Baustein und der Investitionstätigkeit der gezeichneten Fonds bis zum 31.12.2023 zugrunde. Es ist zu erwarten, dass sich die dargestellten Strukturen im Zuge des weiteren Aufbaus der Fonds- und Unternehmensportfolien verändern werden.

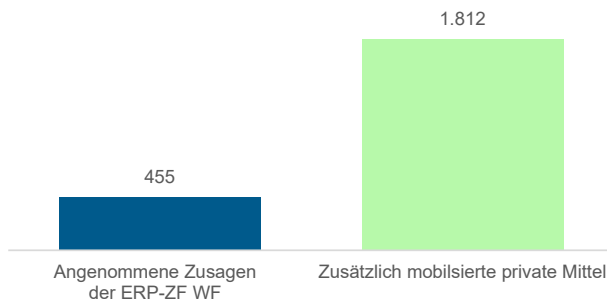
Das Modul 1a der ERP-ZF WF ist aktuell mit einem Bausteinvolumen von 2 Mrd. EUR ausgestattet, um von 2021 bis 2030 Investments zu tätigen. Bis Ende 2023 wurden davon im Fundraising befindlichen VC-Fonds Kapitalzusagen in Höhe von 537 Mio. EUR gegeben, wovon 455 Mio. EUR bis zum Berichtsstichtag als gezeichnetes Kapital angenommen wurden (Tabelle 8). Dabei ist anzumerken, dass die Bausteine des Zukunftsfonds ihre Zusagen in der Regel nicht gleichmäßig über die Zeit verteilt tätigen. Das bisherige Zusageverhalten lässt sich somit nicht ohne weiteres in die Zukunft fortschreiben. Zum Stichtag standen bei zwei Commitments des Jahres 2023 die Annahme durch die Fonds noch aus und im Jahr 2021 wurde durch einen Fonds 20 Mio. EUR weniger angenommen als zugesagt wurde (zum Fundraising von Fonds siehe Box 1). Seit Start des Bausteins wurde bis zum Stichtag gut ein Viertel des Baustein volumens zugesagt.

Die gezeichneten Fonds verwalten zum Stichtag zusammen ein Fondsvolumen von rund 7,8 Mrd. EUR.

Auf Grundlage internationaler Berechnungsstandards<sup>89</sup> können der ERP-ZF WF mit ihren bisher 455 Mio. EUR angenommenen Zusagen (unter Berücksichtigung anderer öffentlicher Investoren) davon ein Betrag von rund 1,8 Mrd. EUR an privaten Ko-Investitionen als indirekt mobilisiertes privates Kapital zugerechnet werden (Abbildung 46). Da sich einige der gezeichneten Fonds noch im Fundraising befinden, kann sich dieses Verhältnis bis zum Final Closing der Fonds noch ändern. Im Durchschnitt beträgt der Anteil des Bausteins pro Fonds 7 %, der Anteil öffentlicher Investoren insgesamt 28 %. Die festgesetzte Maximalquote für öffentliche Investoren in Höhe von 50 % wird somit im Durchschnitt deutlich unterschritten. Von den gezeichneten Fonds im Bausteinportfolio wurden bisher Mittel in Höhe von 107 Mio. EUR abgerufen. Insgesamt wurden von den Fonds bereits knapp 2 Mrd. EUR in 226 Start-ups investiert.

**Abbildung 46: Indirekte Mobilisierung privaten Kapitals durch Zusagen der ERP-ZF WF**

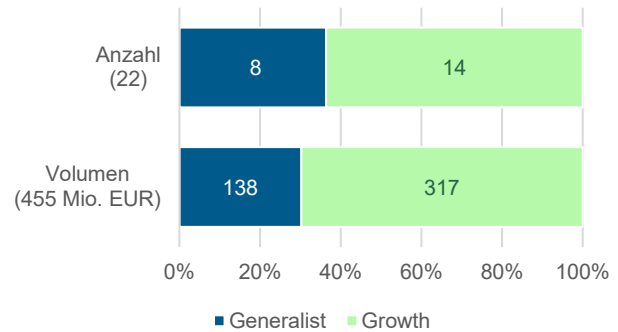
Gerundete Werte in Mio. EUR.



Quelle: Monitoringdaten von KfW Capital, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Mit der ERP-ZF WF soll die Finanzierungssituation von jungen Unternehmen in der Wachstumsphase verbessert werden. Das wird an der strategischen Ausrichtung der Zielfonds deutlich. Mit einem gezeichneten Kapital in Höhe von rund 317 Mio. EUR bei 14 Fonds ging der Großteil der Zeichnungen an Fonds mit einem Fokus auf das Growth-Segment (Abbildung 47). Die anderen acht Zeichnungen mit insgesamt rund 138 Mio. EUR wurden bei Generalisten getätigt, also Fonds, die opportunistisch über das gesamte Phasenspektrum investieren können.

**Abbildung 47: Phasenverteilung der ERP-ZF WF-finanzierten Fonds**

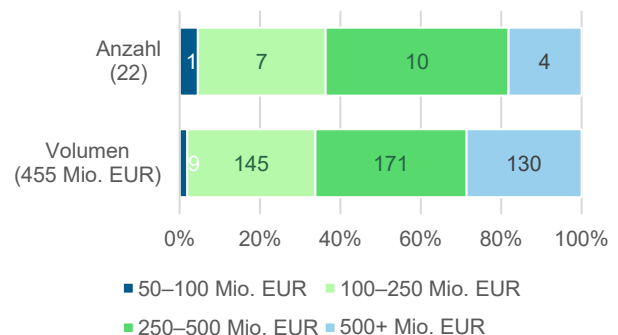


Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten von KfW Capital, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

ERP-ZF WF-Zeichnungen gab es bisher fast ausschließlich bei größeren Fonds mit Fondsvolumen ab 100 Mio. EUR. Dabei gab es mit zehn Zeichnungen in Höhe von insgesamt rund 171 Mio. EUR einen Schwerpunkt bei Fonds im Volumen von 250–500 Mio. EUR (Abbildung 48). Im Fondsgrößenbereich 100–250 Mio. EUR gab es sieben Zeichnungen mit insgesamt rund 145 Mio. EUR und im Bereich 500+ Mio. EUR vier Zeichnungen in Höhe von insgesamt rund 130 Mio. EUR. Nur einmal wurden rund 9 Mio. EUR mit einem Fonds im Größenbereich von 50–100 Mio. EUR gezeichnet. Die Größenverteilung der Fonds ist Resultat des Ziels, das Angebot von Wachstumsfinanzierungen zu verbessern. Denn Wachstumsfinanzierungen haben meist eine Ticketgröße ab dem mittleren zweistelligen Millionenbereich. Entsprechend groß müssen die Fondsvolumen sein, um 10–15 Portfoliounternehmen ausreichend diversifiziert finanzieren zu können.

**Abbildung 48: Größenverteilung der ERP-ZF WF-finanzierten Fonds**



Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

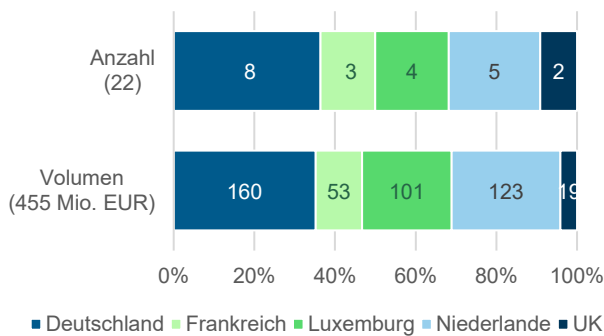
Quelle: Monitoringdaten von KfW Capital, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

<sup>89</sup> Für das methodische Vorgehen und Definitionen siehe Abschnitt A



Von den zum Stichtag 22 gezeichneten Fonds haben acht ihren rechtlichen Sitz in Deutschland (gezeichnetes Kapital: rund 160 Mio. EUR), fünf in den Niederlanden (rund 123 Mio. EUR), vier in Luxemburg (rund 101 Mio. EUR), drei in Frankreich (rund 53 Mio. EUR) und zwei im UK (rund 19 Mio. EUR) (Abbildung 49). Die Anforderung, dass mit der ERP-ZF WF in deutsche und europäische Fonds investiert werden soll, wurde somit umgesetzt. Dabei sind die Aspekte, wo ein Fonds angesiedelt ist, wo das Managementteam sitzt und wo er investiert, grundsätzlich voneinander zu trennen. Der Sitz eines Fonds wird häufig nach regulatorischen Standortspezifika ausgewählt und nicht nach dem regionalen Anlagefokus. Am Beispiel Luxemburg ist das leicht nachvollziehbar. Dort sitzen vier der gezeichneten Fonds, allerdings keines der Start-ups, in die die Fonds bisher investiert haben. Viele Fondsgesellschaften besitzen zudem neben einem Hauptsitz Präsenzen in verschiedenen europäischen Ländern.

**Abbildung 49: Standortverteilung der ERP-ZF WF-finanzierten Fonds**



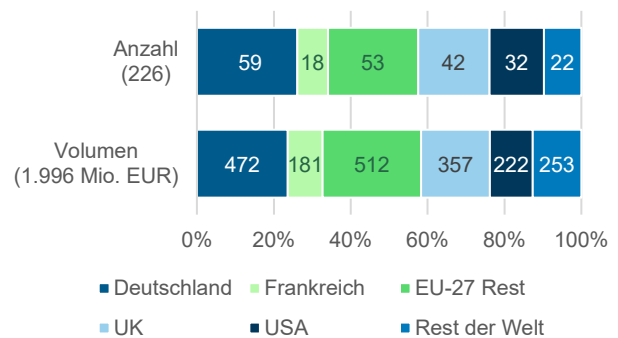
Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten von KfW Capital, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Aus Rendite- und Diversifizierungsgründen ist es für die gezeichneten Fonds unerlässlich, international Investitionsoportunitäten wahrnehmen zu können (siehe Abschnitt 4.3). Entsprechend sind die bis zum Stichtag finanzierten Start-ups auch international verortet. Die Mehrheit der durch die privaten Fonds finanzierten Start-ups hat ihren Hauptsitz in der EU (Abbildung 50). So wurden 59 deutsche Start-ups mit rund 472 Mio. EUR finanziert, 18 französische Start-ups erhielten rund 181 Mio. EUR und 53 Start-ups aus der restlichen EU rund 512 Mio. EUR. Darüber hinaus wurden Investitionsoportunitäten im UK mit 42 Start-ups und rund 357 Mio. EUR, in den USA mit 32 Start-ups und rund 222 Mio. EUR sowie im Rest der Welt mit 22 Start-ups

und rund 253 Mio. EUR wahrgenommen. Grundsätzlich sind die Fonds vertraglich dazu verpflichtet, mindestens in der Höhe des aus der ERP-ZF WF kommenden gezeichneten Kapitals deutsche Start-ups zu finanzieren. Mit den genannten rund 472 Mio. EUR erhielten Start-ups mit Hauptsitz in Deutschland über die ERP-ZF WF-finanzierten Fonds insgesamt bereits mehr als das Vierfache der 107 Mio. EUR, die bis zum Stichtag vom Baustein ERP-ZF WF an Mitteln abgerufen wurden (Faktor: 4,4).

**Abbildung 50: Standortverteilung der finanzierten Start-ups der ERP-ZF WF**

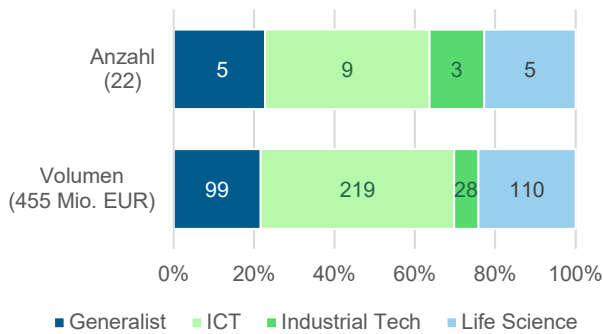


Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten von KfW Capital, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Die Mittel der ERP-ZF WF werden grundsätzlich branchenoffen zugesagt. Viele Fonds haben einen ICT-Fokus, investieren also in Start-ups, deren Produkte und Dienstleistungen auf Informations- und Kommunikationstechnologien beruhen, darunter klassische digitale Geschäftsmodelle wie E-Commerce, Marktplätze oder Unternehmenssoftware. Mit neun Zeichnungen in Höhe von insgesamt rund 219 Mio. EUR liegt auf solchen Fonds somit ein Schwerpunkt (Abbildung 51). Bei Life Science-Fonds gab es fünf Zeichnungen mit insgesamt rund 110 Mio. EUR. Diese investieren in Start-ups, deren Produkte und Dienstleistungen auf Lebensprozesse ausgerichtet sind, darunter Bereiche wie Pharmazeutika, Biotechnologie, Nahrungsergänzungsmittel aber auch Diagnostik. An Generalisten – also Fonds ohne Sektorenfokus – gab es fünf weitere Zeichnungen mit insgesamt rund 99 Mio. EUR. Drei Zeichnungen in Höhe von insgesamt rund 28 Mio. EUR gab es bei Industrial Tech-Fonds. Sie investieren in Start-ups, die Produkte und Dienstleistungen in Bereichen wie Energie, Maschinenbau, Robotik, Automation, optische Technologien, Quantentechnologien und industrielle Software anbieten.

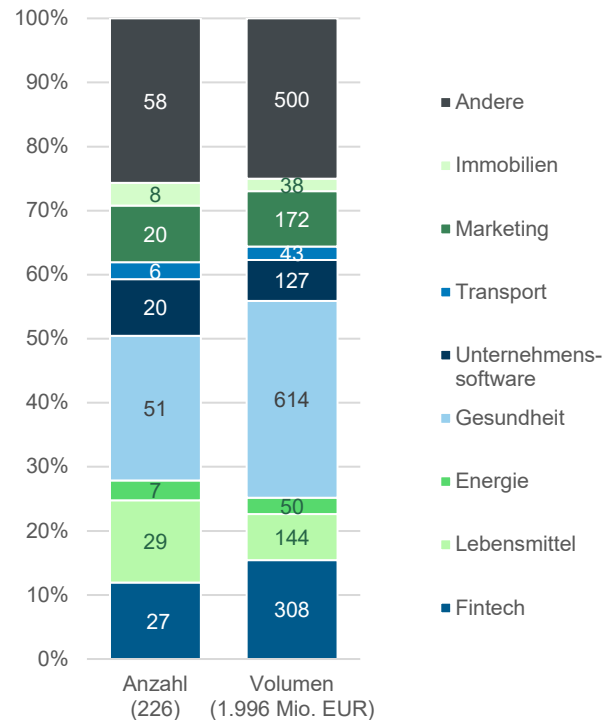


**Abbildung 51: Sektorenverteilung der ERP-ZF WF-finanzierten Fonds**

Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten von KfW Capital, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Informations- und Kommunikationstechnologien sind Querschnittstechnologien und haben ein breites Anwendungsspektrum. Daher ist auf der Ebene der finanzierten Start-ups auf Basis der Sektoreuzuordnung von Dealroom.co (vgl. Anhang A) kein ICT-Schwerpunkt zu erkennen, sondern ebenfalls eine entsprechend breite Sektorenverteilung. Mit 51 Start-ups und rund 614 Mio. EUR ist dabei ein sehr großer Teil der Portfoliounternehmen im Gesundheitssektor verortet (Abbildung 52). Auch der Fintech-Bereich ist mit 27 Start-ups und 308 Mio. EUR bei den Finanzierungen stark vertreten. Darüber hinaus haben die Sektoren „Lebensmittel“ (29 / 144 Mio. EUR), „Marketing“ (20 / 172 Mio. EUR) und „Unternehmenssoftware“ (20 / 127 Mio. EUR) größere Anteile. Die unterschiedlichen Gewichte der Sektoren bei Anzahl und Volumen können unterschiedliche Kapitalbedarfe und Entwicklungszyklen der Start-ups in den jeweiligen Sektoren widerspiegeln. So ist bspw. davon auszugehen, dass der im Vergleich zur Anzahl höhere Kapitalanteil von Fintechs darauf zurückzuführen ist, dass sich viele Fintechs mittlerweile in der späteren Scale-up-Phase befinden, in der die Kapitalbedarfe und somit die Dealvolumina größer sind. Schließlich ist anzumerken, dass Klassifizierungen in Technologiefelder und Industrien stets mit Unschärfen behaftet sind. So können einzelne Unternehmen in verschiedenen Bereichen aktiv und der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit nicht immer eindeutig sein.

**Abbildung 52: ERP-ZF WF – Sektorenverteilung der finanzierten Start-ups**

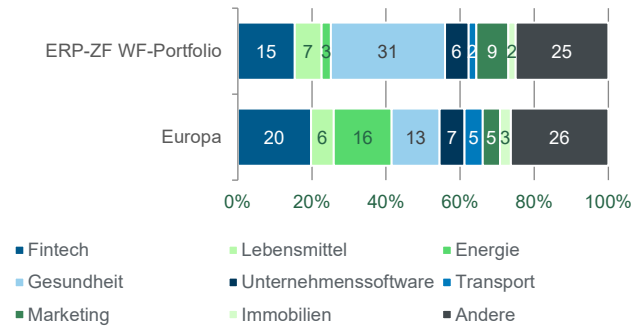
Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten von KfW Capital, Daten von Dealroom.co, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Im Vergleich zu den VC-Deals in Europa der Jahre 2021–2023 übersteigt der Gesundheitssektor beim Volumen der Start-up-Finanzierungen der über die ERP-ZF WF gezeichneten Fonds mit 31 % den Marktanteil von 13 % deutlich. Im deutschen VC-Markt fiel der Anteil des Gesundheitssektors mit 10 % im gleichen Zeitraum sogar noch etwas geringer aus (vgl. Abschnitt 2.6). Angesichts des zum Großteil europäischen Portfolios der von der ERP-ZF WF-finanzierten Fonds bieten die Investitionen auf dem europäischen VC-Markt jedoch einen sinnvolleren Vergleich. Dafür entfällt auf den Energiesektor mit 3 % ein deutlich kleinerer Anteil als im Markt (16 %). Auch Fintechs haben mit 15 vs. 20 % über die Fonds im Portfolio der ERP-ZF WF anteilig etwas weniger Kapital erhalten als im europäischen Gesamtmarkt (Abbildung 53).

**Abbildung 53: ERP-ZF WF – Sektorenverteilung der finanzierten Start-ups im Marktvergleich**

in Prozent

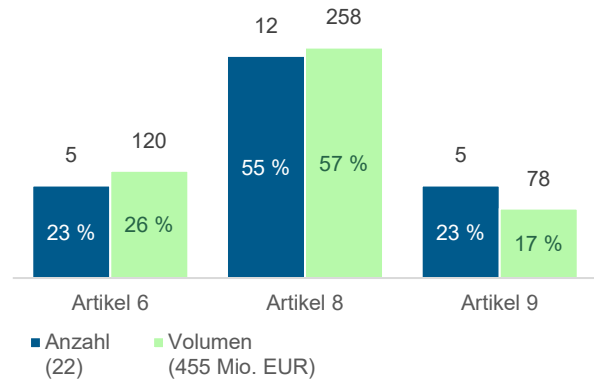


Quelle: Monitoringdaten von KfW Capital, Daten von Dealroom.co, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Die Sektor- und Standortverteilung der Start-ups hängt auch von der Chronologie der Zusagen an die Fonds ab. So liegt das Jahr des ersten Investments bei zehn der gezeichneten Fonds vor 2022, bei neun Fonds im Jahr 2022 und bei drei Fonds im Jahr 2023. Je länger das Erstinvestment zurückliegt, desto weiter fortgeschritten ist die Investmentphase eines Fonds mit einem größeren Aufbau an Portfoliounternehmen und desto stärker schlägt seine Anlagestrategie auf den Stand des Bausteins zum 31.12.2023 durch.

Für die Zusagen der Mittel der ERP-ZF WF gibt es keine Vorgaben bezüglich SFDR-Einstufungen der Zielfonds. Entsprechend spiegeln die Zeichnungen die Verteilung der SFDR-Einstufungen des Markts wider. So sind die gezeichneten Fonds mehrheitlich nach Artikel 8 eingestuft (12 Fonds mit rund 258 Mio. EUR Zusagevolumen) (Abbildung 54). Mit jeweils fünf Zeichnungen sind Artikel-6- und Artikel-9-Fonds gleichermaßen vertreten, wenngleich erstere etwas volumenstärker (rund 120 Mio. EUR) als letztere (rund 78 Mio. EUR) sind.

**Abbildung 54: SFDR-Einstufungen der ERP-ZF WF-finanzierten Fonds**

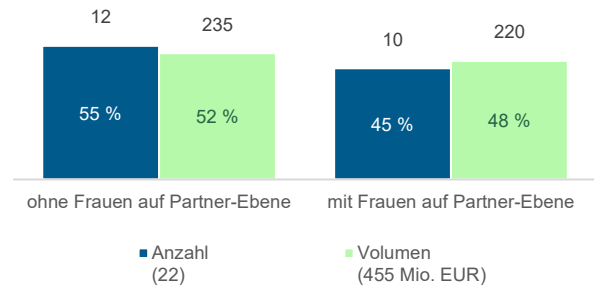


Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten von KfW Capital, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Etwa 45 % der Fonds im Portfolio der ERP-ZF WF haben mindestens eine Frau auf Partner-Ebene (Abbildung 55). Auf diese Fonds entfallen fast die Hälfte aller Zusagen.

**Abbildung 55: ERP-ZF WF-finanzierte Fonds mit und ohne mindestens einer Frau auf GP-Ebene**



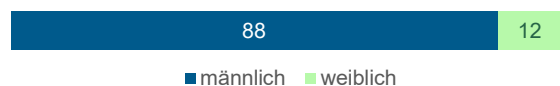
Volumen: Gerundete Werte in Mio. EUR.

Quelle: Monitoringdaten von KfW Capital, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Unter den Beschäftigten auf Partner-Ebene aller Fonds im Portfolio der ERP-ZF WF machen Frauen einen Anteil von 12 % aus (Abbildung 56). Verglichen mit einem Frauenanteil auf Partner-Ebene von 10 % im deutschen Gesamtmarkt sind weibliche Partner somit im Portfolio der ERP-ZF WF leicht überrepräsentiert (Abbildung 20).

**Abbildung 56: Geschlechterverteilung auf GP-Ebene der ERP-ZF WF-finanzierten Fonds**

Anteile in Prozent



Quelle: Monitoringdaten der KfW Capital, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

### 5.3 Venture Tech Growth Financing

Der Zukunftsfonds-Baustein Venture Tech Growth Financing (VTGF 2.0) baut auf einem bereits 2018 initiierten Bestandsprogramm VTGF 1.0 auf. Dieses wurde im Jahr 2022 evaluiert, für die Weiterführung im Zukunftsfonds inhaltlich weiterentwickelt und um ein Rahmenfinanzierungsvolumen von rund 1,2 Mrd. EUR aufgestockt. Der Programmstart des VTGF 2.0 als Baustein des Zukunftsfonds erfolgte im August 2022.

Das Programm VTGF finanziert das Wachstum von jungen innovativen Unternehmen mit Betriebsstätte in Deutschland über die Bereitstellung von Fremdkapitalfinanzierung (Venture Debt). Ein Ziel ist, den in Deutschland und Europa noch recht jungen Markt für fremdkapitalbasierte Wachstumsfinanzierung angebotsseitig auszubauen und neue Finanzierungspartner für den VD-Markt zu aktivieren.<sup>90</sup> Die Finanzierung erfolgt grundsätzlich branchenoffen. In der Regel ist die Beteiligung professioneller Wagniskapitalgeber eine Voraussetzung der Finanzierung. Mit dem VTGF 2.0 wurde die Zielgruppe um bereits börsennotierte, junge Wachstumsunternehmen erweitert (Post-IPO-Finanzierung). Typischerweise werden Vorhaben zum Aufbau oder zur Skalierung von Geschäftsmodellen und zur Umsetzung wachstumsfördernder Maßnahmen finanziert. Einzelfinanzierungen können hierbei in einer Spanne von 0,5 bis 125 Mio. EUR stattfinden. Die Finanzierung im VTGF-Programm erfolgt beihilfefrei, in marktüblicher Art und Weise zu gleichen Konditionen (pari passu) wie andere privatwirtschaftlichen Akteure (Finanzierungspartner), die in der Regel mindestens 50 % des Finanzierungsvolumens übernehmen.<sup>91</sup>

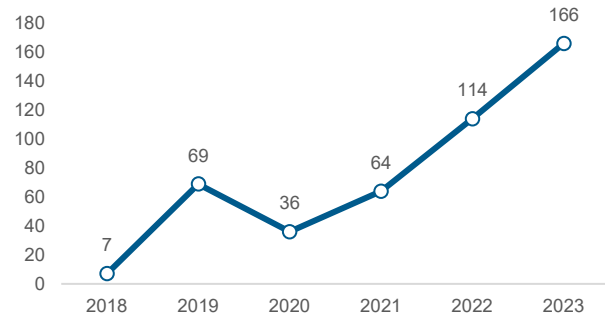
#### Nachfrage nach Finanzierung durch VTGF<sup>92</sup>

Trotz einer zwischenzeitlichen, mutmaßlich pandemiebedingten, abgeschwächten Nachfrage ist im Zeitverlauf ein deutliches Wachstum der Kontaktaufnahmen durch Unternehmen und potenziellen Finanzierungspartnern festzustellen. Bis zur Berichtslegung waren seit Programmstart des VTGF 1.0 im Jahr 2018 bei der KfW 456 qualifizierte und unqualifizierte Interessensbekundungen von Unternehmen bzw. privaten Finanzierungspartnern eingegangen. Die Anzahl der Kontakte stieg von 69 im Jahr 2019 auf 166 im Jahr 2023 (Abbildung 57).<sup>93</sup> Insbesondere der erneute Anstieg der Interessensbekundungen nach einer VTGF-Finanzierung im Jahr 2023 verlief gegen den Trend der tatsächlich auf dem deutschen VD-Markt zu beobachtenden

Transaktionen. Denn die Anzahl der tatsächlich realisierten Fremdfinanzierungen von Start-ups in Deutschland war gemäß des Datenanbieters Dealroom.co in diesem Jahr im Vergleich zum Vorjahr rückläufig (Abbildung 14). Für den Gesamtmarkt sind jedoch nur tatsächlich zustande gekommene Finanzierungen öffentlich bekannt, nicht jedoch die gesamte Zahl der Finanzierungsanfragen durch Unternehmen an VD-Anbieter. So ist es möglich, dass es auch auf dem VD-Markt insgesamt – ähnlich wie bei Anfragen nach VTGF-Finanzierung – im Jahr 2023 zu einer steigenden Nachfrage kam, die jedoch vermehrt nicht bedient wurde. Denkbar ist, dass unter den anhaltend erschwerten Bedingungen bei der Eigenkapitalfinanzierung verstärkt Nachfrage durch Unternehmen entstanden ist, die (noch) nicht die Voraussetzungen für VD erfüllen. Zum anderen dürfte die steigenden Interessenbekundungen nach einer Finanzierung durch den VTGF das Resultat einer wachsenden Bekanntheit des Programms bei Unternehmen und Intermediären sein.

#### Abbildung 57: Entwicklung der Interessensbekundungen für eine VTGF-Finanzierung

Anzahl Kontakte nach Zeitpunkt des Erstkontaktes insgesamt



Quelle: Monitoringdaten der KfW, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Die Anzahl an privaten Finanzintermediären, die hinter den Nachfragen nach einer Ko-Finanzierung durch das VTGF-Programm stehen, ist seit Programmbeginn kontinuierlich gestiegen (Abbildung 58). Zuletzt wurden im Jahr 2023 von 18 unterschiedlichen Finanzierungspartnern Anfragen für eine Finanzierung gestellt. Auch die Anzahl solcher Intermediäre, die im jeweiligen Jahr erstmalig eine Anfrage gestellt haben, ist bis zum Ende des Berichtszeitraums angestiegen. Im Jahr 2023 kamen zum Kreis der Intermediäre, die eine VTGF-Finanzierung angefragt haben, 10 neue Institute hinzu. Hinter der steigenden Anzahl an Anfragen durch Finanzinstitute dürfte zum einen ein generelles Marktwachstum

<sup>90</sup> Vgl. Bausteinspezifische Anlage 3: Baustein 5 „VTGF“, S. 2.

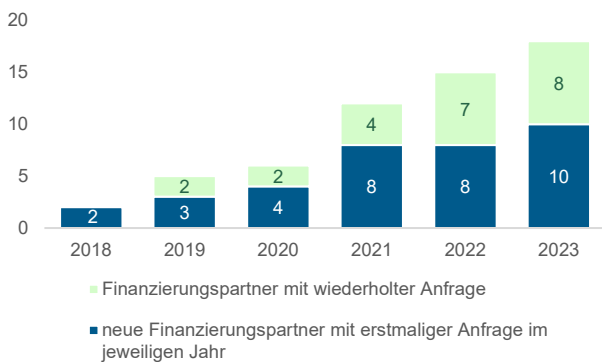
<sup>91</sup> Vgl. KfW(2024), [Merkblatt Venture Tech Growth Financing \(VTGF\)](#).

<sup>92</sup> Im Folgenden umfasst der Begriff VTGF immer die beiden Programmvarianten 1.0 und 2.0 sofern nicht explizit davon abgewichen wird.

<sup>93</sup> Eine Finanzierungsanfrage kann schriftlich oder mündlich erfolgen. Für die Datierung der Finanzierungsanfrage ist der Erstkontakt zwischen Unternehmen bzw. privatem Finanzierungspartner und der KfW maßgeblich.

und eine steigende Aufmerksamkeit für VD bei privaten Akteuren stehen. Zum anderen dürfte im derzeit noch recht überschaubaren deutschen Markt für fremdkapitalbasierte Wachstumsfinanzierung vom VTGF-Programm selbst ein positiver Impuls für die Mobilisierung privater Intermediäre ausgegangen sein. Nicht zuletzt die Tatsache, dass einzelne Intermediäre auch über die Jahre hinweg wiederholt Anfragen gestellt haben, legt eine nachhaltige Aktivierung privater Marktakteure durch das Programm nahe.

**Abbildung 58: Entwicklung der Anzahl an Intermediären mit Anfragen für Ko-Finanzierung durch den VTGF**



Quelle: Monitoringdaten der KfW, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

### Realisierte Finanzierungen

Bis zum Stichtag 31.12.2023 wurde in 20 Einzeltransaktionen Fremdkapital an insgesamt elf junge Wachstumsunternehmen ausgereicht (Tabelle 9). Darunter wurden ab dem Jahr 2022 sieben Transaktionen mit ebenso vielen Unternehmen aus dem VTGF 2.0 finanziert. Ziel von VTGF ist es, Unternehmen über mehrere Wachstumsphasen zu finanzieren. Über beide Programmvarianten hinweg erhielt ein Unternehmen insgesamt vier Kredite, jeweils zwei Unternehmen erhielten drei beziehungsweise zwei Kredite bis zum Berichtsstichtag 31.12.2023. Diese Gesamtzahl an Finanzierungen wurde zusammen mit insgesamt 13 Finanzierungspartnern realisiert. Nur sechs der Finanzierungspartner waren dabei an lediglich einem Deal beteiligt.

**Tabelle 9: Eckdaten des VTGF zum 31.12.2023**

	VTGF 1.0	VTGF 2.0	insgesamt
Anzahl Transaktionen	13	7	20
Anzahl finanzierte Unternehmen <sup>a</sup>	7	7	11
Anzahl Ko-Finanzierer <sup>a</sup>	9	8	13
Ausgereichte Mittel (in Mio. EUR):			
Gesamtvolumen aller Transaktionen	458	559	1.017
Davon: VTGF	148	171	319
Private Ko-Finanzierer	310	389	699
Durchschnittsvolumen je Finanzierung	35	80	51

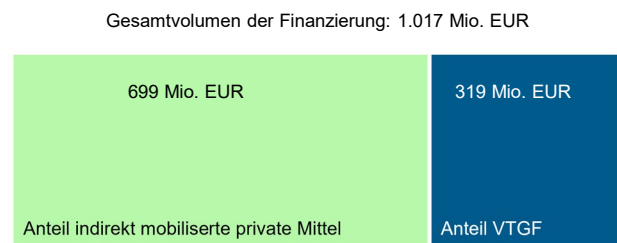
Volumenangaben in gerundeten Werten.

<sup>a</sup> Aufgrund von Mehrfachbeteiligungen an Finanzierungsrunden nicht über beide Programmvarianten aufzusummieren.

Quelle: Monitoringdaten der KfW, eigene Berechnungen von KfW Research.

Das Gesamtvolumen der Finanzierungen des VTGF (1.0 und 2.0) mit seinen privaten Ko-Finanzierern belief sich auf rund 1,0 Mrd. EUR. Der Anteil des VTGF daran machte 319 Mio. EUR aus. Nach internationalen Berechnungsstandards<sup>94</sup> standen den vom VTGF eingesetzten Mitteln somit indirekt mobilisierte private Mittel im Umfang von 699 Mio. EUR gegenüber (Abbildung 59).

**Abbildung 59: Indirekte Mobilisierung privater Kreditgeber durch den VTGF**



Quelle: Monitoringdaten der KfW, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Mittel aus dem VTGF 2.0 wurden erstmalig im Jahr 2022 ausgereicht. Über den VTGF 2.0 erfolgten bis zum Berichtsstichtag Zusagen im Umfang von 171 Mio. EUR. Dabei war der VTGF 2.0 zusammen mit seinen privaten Ko-Kapitalgebern an Finanzierungen mit einem Gesamtvolumen von 559 Mio. EUR beteiligt. Den Zusagen des VTGF können somit indirekt mobilisierte private Ko-Finanzierungen im Umfang von 389 Mio. EUR gegenübergestellt werden. Bei den bisher getätigten Zusagen ist anzumerken, dass die Bausteine des Zukunftsfonds in der Regel nicht gleichmäßig über die Zeit verteilt Zusagen tätigen. So sieht der VTGF einen sukzessiven Hochlauf des jährlichen Zusagevolumens

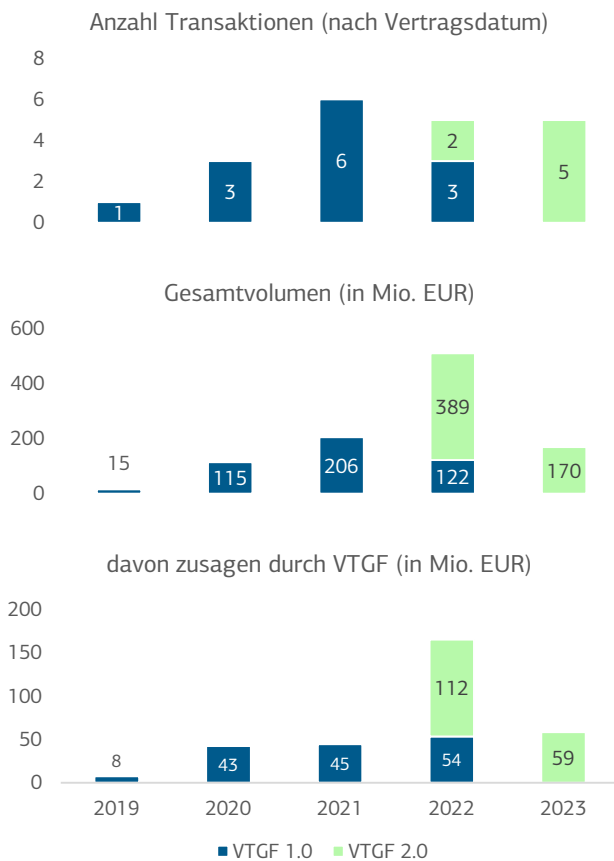
<sup>94</sup> Für das methodische Vorgehen und Definitionen siehe Abschnitt A

vor. Das bisherige Zusageverhalten lässt sich somit nicht ohne weiteres in die Zukunft fortschreiben.

Anders als bei den Finanzierungsanfragen ist bei Anzahl und Volumen der realisierten Transaktionen keine pandemiebedingte Abschwächung zu sehen. Ausgehend von 2019 (1 / 15 Mio. EUR) gab es 2020 (3 / 115 Mio. EUR) und 2021 (6 / 206 Mio. EUR) jeweils mehr und höhere Zusagen als im Jahr davor (Abbildung 60). Im Folgejahr 2022 wurden fünf Finanzierungen realisiert, das Gesamtvolumen stieg jedoch nochmals deutlich auf 511 Mio. EUR.

**Abbildung 60: Realisierte Transaktionen nach Mittelherkunft VTGF 1.0 und 2.0**

Realisierte Transaktionen nach Mittelherkunft VTGF 1.0 und 2.0

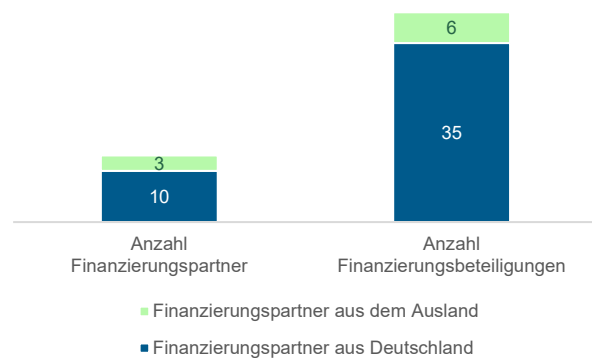


Quelle: Monitoringdaten der KfW, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Hierbei muss berücksichtigt werden, dass das höhere Volumen im Jahr 2022 maßgeblich durch eine einzelne größere Kreditlinie getrieben ist, die zusammen mit fünf Syndizierungspartnern realisiert wurde. Im Jahr 2023 wurden, wie im Vorjahr, fünf Finanzierungen getätigt. Das Gesamtvolumen der Transaktionen belief sich mit 170 Mio. EUR auf einem ähnlichen Niveau wie im Jahr 2021.

Alle Finanzierungen des VTGF bis zum Stichtag wurden mit Banken als Finanzierungspartner realisiert. Dabei agierte der VTGF überwiegend zusammen mit inländischen Anbietern. Unter den insgesamt 13 Finanzierungspartnern hatten zehn ihren Sitz in Deutschland, drei der Finanzierungspartner hatten ihren Sitz im europäischen Ausland (Abbildung 61). Einzelne Finanzierungen wurden dabei mit mehreren Syndizierungspartnern durchgeführt. So gab es 35 Finanzierungsbeiträge von Instituten aus Deutschland und sechs Beiträge von Instituten aus dem Ausland.

**Abbildung 61: Finanzierungspartner des VTGF nach Herkunftsland**

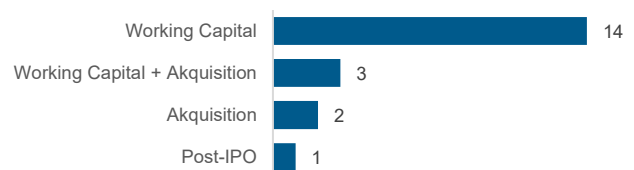


Quelle: Monitoringdaten der KfW, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

Beim überwiegenden Teil der Transaktionen (14) wurden Working Capital in Form von Betriebsmittellinien finanziert. Zwei Deals stellten Liquidität für Übernahmeaktivitäten bereit (Abbildung 62). Drei weitere Deals dienten sowohl der Betriebsmittelfinanzierung als auch der Finanzierung von anorganischem Wachstum (Akquisitionen). Im Zuge der Weiterentwicklung des VTGF-Programms im Rahmen des Zukunftsfonds können seit Mitte des Jahres 2022 auch Post-IPO-Finanzierung mitfinanziert werden. Bis zum Berichtsstichtag wurde eine solche Finanzierung durch den VTGF begleitet.

**Abbildung 62: Anzahl der VTGF-Finanzierungen nach Finanzierungsanlass**

Anzahl der Finanzierungen nach Finanzierungsanlass



Quelle: Monitoringdaten der KfW, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.

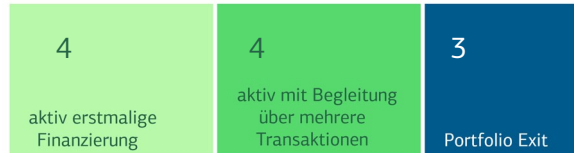
Die durch den VTGF finanzierten Unternehmen müssen gemäß der Bausteinrichtlinien ihren Sitz in der EU und mindestens eine Tochtergesellschaft, Niederlassung, Betriebsstätte oder Filiale in Deutschland haben. Dementsprechend hatten alle der elf bis Ende 2023 finanzierten Unternehmen ihren Sitz in Deutschland. Drei der Unternehmen sind dem Bereich ICT zuzuordnen (Consumer Electronics, Fintech und Unternehmenssoftware), die übrigen Unternehmen sind in den Industrien Mobilität, Marketing und Kinderartikel verortnet.

Alle Transaktionen des VTGF wurden erfolgreich vollständig zurückgeführt oder waren zum Stichtag noch aktiv. Zum Stichtag 31.12.2023 setzt sich das Portfolio der elf finanzierten Unternehmen aus acht Fällen mit zum Berichtsstichtag aktiven Finanzierungen zusammen. Sieben dieser Finanzierungen erfolgen über den VTGF 2.0. Ein Unternehmen verfügt über eine aktive

Finanzierung aus Mitteln des VTGF 1.0. Vier der acht Unternehmen im VTGF-Portfolio wurden dabei über mehrere Transaktionen begleitet. Weitere vier Unternehmen waren mit einer erstmaligen laufenden Finanzierung im Portfolio. Drei Unternehmen wurden finanziert, hatten zum Stichtag jedoch keine laufende Finanzierung mit VTGF-Beteiligung (Abbildung 63).

### Abbildung 63: VTGF-Portfolio Ende 2023

Anzahl und Status der Unternehmen bis zum Stichtag 31.12.2023



Anmerkung: Bei Exits kann es sich um zwischenzeitliche Exits handeln, wenn ein Unternehmen zum Berichtsstichtag keine aktive Finanzierung mehr vorweist, jedoch zu einem späteren Zeitpunkt wieder eine Anschlussfinanzierung erhalten hat.

Quelle: Monitoringdaten der KfW, eigene Berechnungen von KfW Research zum Stichtag 31.12.2023.



# Anhang

## A. Datenquellen zum Venture Capital-Markt

Da die Finanzierung von jungen Wachstumsunternehmen nicht über öffentliche Märkte, sondern in der Regel über private Transaktionen erfolgt, besteht keine einheitliche, öffentlich verfügbare Datengrundlage zum VC-Markt. Zur Quantifizierung des Marktgeschehens stehen jedoch verschiedene Datenquellen von privaten Informationsanbietern und Verbänden zur Verfügung, die für den vorliegenden Bericht genutzt werden.

Transaktionsdaten basieren auf Quellen wie Pressemitteilungen oder Berichte in Fachzeitschriften und Zeitungen. Transaktionsdaten bringen einige Herausforderungen bei der Datenanalyse mit sich. So beinhalten die Informationen meist nur Angaben zur gesamten Höhe abgeschlossener Deals (Commitments bzw. Zusagen), aber nicht wann und zu welchen Bedingungen die Gelder tatsächlich fließen (Abrufe). Auch werden die öffentlichen Informationen durch die jeweiligen Datenanbieter unterschiedlich gut erfasst und können hinsichtlich Finanzierungsart (Equity/Debt/Grants), -phase (Seed, Series A etc.) oder Sektor und Technologie unterschiedlich eingeordnet werden. Analysen kommen daher je nach genutztem Datenanbieter typischerweise zu unterschiedlichen Ergebnissen. Analysen zu einzelnen Aspekten des VC-Markts sowie Länder- oder Sektorvergleiche sollten daher nur mit den Daten des jeweils gleichen Anbieters erfolgen. Die folgenden Analysen stützen sich jeweils auf Transaktionsdaten der Anbieter Dealroom.co und Preqin. Dealroom.co ist ein 2013 gegründetes niederländisches Unternehmen, das öffentlich zugängliche Informationen zu Venture Capital-Transaktionen sammelt, aufbereitet und anbietet. Dealroom.co ist im Vergleich zu den noch bekannteren Datenanbietern wie Pitchbook, Crunchbase oder Preqin am jüngsten, bietet aber mit Blick auf die Finanzierung von Start-ups in Europa eine der umfangreichsten Datenbanken. Preqin ist ein seit 2003 etablierter Datenanbieter zu privaten Märkten und alternativen Assets aus dem UK, der eine breite Abdeckung zum Fundraising von VC-Gesellschaften und deren Fonds bietet.

Neben Transaktionsdaten geben Verbandsstatistiken Auskunft über die Aktivitäten auf dem Beteiligungsmarkt. Einschlägige Quellen, die für diesen Bericht

hinzugezogen werden, sind die Daten des europäischen Verbands der Beteiligungskapitalgeber (Invest Europe) sowie des deutschen Bundesverband Beteiligungskapital (BVK), die Informationen insbesondere bei ihren Mitgliedern erheben.

## B. Vorgehensweise bei der Berechnung mobilisierten privaten Kapitals

In der Betrachtung des durch den Zukunftsfonds mobilisierten privaten Kapitals folgt der vorliegende Bericht dem Ansatz der „MDB Task Force on Mobilization“ der Multilateralen Entwicklungsbanken (MDBs) und europäischen Entwicklungsfinanzierungsinstitute (EDFIs).<sup>95</sup> Um eine Quantifizierung des mobilisierten privaten Kapitals zu ermöglichen, abstrahiert dieser Ansatz von schwer zu messenden, kausalen Wirkungszusammenhängen, die einschlägigen theoretischen Konzepten wie „Additionalität“ oder „Crowding-in“ zugrunde liegen (vgl. Box 3). Stattdessen werden die privaten Ko-Finanzierungen betrachtet, die bei allen Transaktionen eines Förderprogramms beteiligt waren. Hierbei wird zwischen direkt und indirekt mobilisiertem privatem Kapital unterschieden.

1. Als direkt mobilisiertes privates Kapital werden private Mittel erfasst, die bei Transaktionen eingebracht werden, bei denen die öffentliche Förderinstitution eine unmittelbare und aktive Rolle eingenommen hat. Dies geschieht beispielsweise durch die Zusammenstellung des Finanzierungskonsortiums, das aktive Fundraising bei privaten Investoren oder das Strukturieren und Auflegen des Finanzierungsvehikels. Im Zukunftsfonds wird durch das Fundraising für den Wachstumsfonds Deutschland direkt privates Kapital mobilisiert (vgl. Box 2 und Abschnitt 3.2).
2. Als indirekt mobilisiertes privates Kapital werden unter dem Ansatz der MDB Task Force private Ko-Investitionen in einer von der Förderinstitution mitfinanzierten Transaktion erfasst, in der diese keine aktive oder direkte Rolle bei der Einbringung der Mittel hatte. In diesem Zusammenhang wird auch von „katalysiertem“ privatem Kapital gesprochen.<sup>96</sup> Im Rahmen des Zukunftsfonds trifft dies beispielsweise auf die Beteiligungsfinanzierungen zu, bei denen mit den Mitteln der Bausteine VC-Fonds oder Start-ups ko-finanziert wurden.

<sup>95</sup> Vgl. Multilateral Development Banks (MDBs) and Development Finance Institutions (DFIs) (2024), Mobilization of Private Finance 2022; World Bank (2018), MDB Methodology for Private Investment Mobilization: Reference Guide.

<sup>96</sup> Vgl. z. B. Benn, Sangaré und Steensen (2016), Measuring private finance mobilized for sustainable development, in: Development Co-operation Report 2016, OECD 2016.

Die Summe aus direkt und indirekt mobilisiertem privatem Kapital wird als gesamte private Mobilisierung bzw. gesamte private Ko-Finanzierung erfasst. Hierbei ist anzumerken, dass die Klassifizierung in öffentliche und private Quellen im vorliegenden Bericht nicht einer beihilferechtlichen Beurteilung folgt. Da hier die durch den Zukunftsfonds mobilisierten Mittel von Interesse sind, werden die gesamten Zusagen des Zukunftsfonds im weiteren Sinne als öffentliche Mittel gezählt.

Um Doppelzählungen zu vermeiden, schlägt der Ansatz der MDB Task Force on Mobilization vor, die an einer Finanzierung beteiligten privaten Mittel proportional auf alle an der Finanzierung beteiligten öffentlichen Quellen zu verteilen. Sind etwa an einem VC-Fonds mit Beteiligung eines Zukunftsfonds-Bausteins auch andere Zukunftsfonds-Bausteine oder andere öffentliche Kapitalgeber beteiligt, werden dem Zukunftsfonds-Baustein nur private Mittel im finanzierten Fonds entsprechend seines Anteils an allen öffentlichen Mitteln in diesem Fonds zugerechnet. Die Höhe des indirekt mobilisierten privaten Kapitals, das einem Baustein zugerechnet werden kann, fällt somit umso höher aus, je höher der Anteil der privaten Mittel in einem Fonds ist und je höher der Anteil eines Bausteins an den öffentlichen Mitteln in einem Fonds ist.

Ferner unterstellt der angewendete Ansatz, dass die Bausteine des Zukunftsfonds nur einmalig privates Kapital mobilisieren. Dies bedeutet etwa, dass Zukunftsfonds-Bausteine mit Fondsbeteiligungen nur beim

Fundraising ihrer Fondsbeteiligungen privates Kapital mobilisieren, nicht aber auf der nachgelagerten Ebene, wenn der private VC-Fonds mit diesen und anderen Mitteln in Start-ups investiert. Entsprechend mobilisieren Bausteine mit Direktbeteiligung oder direkter Fremdfinanzierung nur einmalig auf der Ebene des finanzierten Wachstumsunternehmens privates Kapital. Dieser Logik folgend, wurde beim Wachstumsfonds Deutschland nur einmalig direkt privates Kapital beim Fundraising des WFD mobilisiert.

Die Höhe des mobilisierten privaten Kapitals ist eine indikative Größe über den Beitrag, den ein Förderprogramm dazu geleistet hat, privates Kapital für einen bestimmten Zweck verfügbar zu machen. Während bei Maßnahmen zur direkten Mobilisierung privaten Kapitals die öffentlichen Aktivitäten aufgrund ihres konstituierenden Charakters notwendig und deshalb auch kausal für die Mobilisierung des privaten Kapitals sind, muss dies bei der indirekten Mobilisierung privaten Kapitals nicht der Fall sein. So führt eine kleine Zusage öffentlicher Mittel an große Fonds mit hohem privatem Anteil rein rechnerisch zu einer hohen indirekten Mobilisierung privaten Kapitals, ungeachtet tatsächlicher Marktbedarfe und des Zeitpunkts der öffentlichen Zusage. Die Höhe des indirekt mobilisierten privaten Kapitals kann daher nur unter bestimmten Voraussetzungen und in sehr engen Grenzen steuerungs- bzw. entscheidungsrelevant sein. Als alleinige Zielgröße würde die Höhe des indirekt mobilisierten privaten Kapitals allokative Fehlanreize setzen.