

14. November 2024

Evaluation des ERP/EIF- Dachfonds

Kurzfassung des Schlussberichts – Studie
im Auftrag des Bundesministeriums für
Wirtschaft und Klimaschutz

14. November 2024

Evaluation des ERP/EIF-Dachfonds

Kurzfassung des Schlussberichts – Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Klimaschutz

Jérôme Treperman, Dr. Marius Alt, Dr. Florence Blandinières, Stephan Kreuzer, Christine Mölling, Sophie Reisinger

Wissenschaftliches Sounding Board: Prof. Dr. Tereza Tykvová (Universität St. Gallen), Prof. Dr. Reiner Braun (Technische Universität München)

1 Einleitung

Die vorliegende Kurzfassung des Schlussberichts fasst die Ergebnisse der Evaluation des ERP/EIF-Dachfonds im Zeitraum Dezember 2003 bis Juli 2023 zusammen. Es handelt sich um die erste Evaluation des Instruments, dessen Investitionsperiode am 31. Dezember 2024 endet.

Die Evaluation leistet einen Beitrag zur Erfolgskontrolle gem. § 7 BHO und untersucht die mittel- bis langfristigen Wirkungen des ERP/EIF-Dachfonds auf den deutschen Wagniskapitalmarkt und unterbreitet Handlungsempfehlungen zur Weiterführung und -entwicklung des Instruments.

Der ERP/EIF-Dachfonds wurde als Instrument der ERP/EIF Fazilität 2003 durch das ERP-Sondervermögen gemeinsam mit dem Europäischen Investitionsfonds (EIF) initiiert. Ziel war die Stärkung des Beteiligungskapitalmarkts und Mobilisierung zusätzlicher Mittel privater Investoren, um so den Ausbau der Eigenkapitalbasis hochtechnologieorientierter kleiner und mittlerer Unternehmen in Deutschland zu unterstützen. Seit 2004 wurden innerhalb der ERP/EIF Fazilität insgesamt bis zu 2,31 Mrd. EUR aus dem ERP-Sondervermögen für den ERP/EIF-Dachfonds zugesagt, wobei ein Teilbetrag für Ko-Investitionen mit Business Angels im Rahmen des European Angels Fund Germany ("EAF Germany") vorgesehen war, der nicht Gegenstand der Evaluation ist. Der ERP/EIF-Dachfonds ist als kommerzielles Instrument ausgestaltet und wird durch den EIF gemanagt.

Der ERP/EIF-Dachfonds weist eine virtuelle Fondsstruktur auf, das heißt der EIF nutzt die ihm treuhänderisch vom ERP-SV über die ERP/EIF-Fazilität für den ERP/EIF-Dachfonds bereitgestellten Mittel für seine Fondsinvestitionen, die vom EIF aus weiteren dem EIF zur Verfügung stehenden Finanzmitteln zu kofinanzieren sind.¹ Aus Sicht der Evaluation erschwert dies die spezifische Wirkungszuordnung des ERP-SV bzw. ERP/EIF-Dachfonds, da der EIF allein als Limited Partner Investor (LP)² auftritt und Marktteilnehmenden trotz Nennung der Mandate in den Verträgen ggf. nicht immer die konkrete Mittelherkunft geläufig ist.

Die zentralen förderpolitischen **Ziele des ERP/EIF-Dachfonds** wurden folgendermaßen definiert:

1. Den deutschen Beteiligungskapitalmarkt langfristig stärken.
2. Einen Anreiz zur Aufbringung zusätzlicher Mittel von Investoren des privaten Sektors schaffen.
3. Den Ausbau der Eigenkapitalbasis hochtechnologieorientierter KMU in der Bundesrepublik Deutschland unterstützen.

Neben dem o.g. Problem der Wirkungszuordnung ist die Datenverfügbarkeit eine weitere Herausforderung der Evaluation. Für den Vergleichsgruppenansatz im Rahmen der quantitativen Analyse werden kommerzielle Daten herangezogen. Allerdings sind solche Daten zu Wagniskapitalinvestitionen oft unvollständig, da Marktteilnehmende aus Gründen des Geschäftsgeheimnisses nur selten Transaktionsdaten veröffentlichen. Daher sind auch die Auswertungen nur eingeschränkt generalisierbar und sollten nur als Näherungswerte verstanden werden.

Zur Validierung der Methodik wurde ein wissenschaftliches Sounding Board eingesetzt, bestehend aus Prof. Dr. Tereza Tykvová (Lehrstuhl für Private Markets and Alternative

¹ ERP/EIF-Dachfonds-Mittel umfassen sowohl Mittel aus dem ERP-Sondervermögen als auch die bereitgestellten Mittel des EIF, mit denen der EIF die ERP-Sondervermögensmittel komplementiert.

² Ein Limited Partner (LP) in einem Fonds ist ein Investor mit beschränkter Haftung, der Kapital bereitstellt, aber nicht an der Fondsverwaltung beteiligt ist.

Investments, Swiss Institute for Banking and Finance an der Universität St. Gallen) und Prof. Dr. Reiner Braun (Professur für Entrepreneurial Finance, Technische Universität München).

2 Evaluierungsansatz und Methodik

2.1 Evaluierungsansatz

Ziel der Evaluation des ERP/EIF-Dachfonds ist es, die Effektivität, den Output, den Impact und die Effizienz des Fonds im Zeitraum von Dezember 2003 bis Juli 2023 zu bewerten. Die Evaluation befasst sich mit der Bewertung der **mittel- bis langfristigen Auswirkungen des ERP/EIF-Dachfonds** auf das Angebot an Beteiligungskapital für technologieorientierte kleine und mittlere Unternehmen (KMU) auf dem deutschen Wagniskapitalmarkt.

Die Evaluierung betrachtet drei **Wirkungsdimensionen**: 1) die Wirkung des Dachfonds auf die Anlagefonds im Hinblick auf deren Gründe für das Anstreben einer Dachfonds-Beteiligung und auf ein mögliches Crowding-In zusätzlicher privater Investitionen; 2) die Platzierung, Marktanteile und Mobilisierungseffekte des Dachfonds im deutschen Wagniskapitalmarkt; und 3) die Effekte des Dachfonds auf die mittelbar von ihm begünstigten Portfolio-Unternehmen der Anlagefonds.

2.2 Methodik

Für die Evaluation des ERP/EIF-Dachfonds wurde ein **Mixed-Methods Ansatz** gewählt, der quantitative und qualitative Methoden miteinander kombiniert. Zuerst wurden in einer umfangreichen **Literaturrecherche** relevante Studien, Publikationen und graue Literatur zu den Aktivitäten des ERP/EIF-Dachfonds oder verwandten Dachfonds gesammelt und ausgewertet.

Aufbauend auf den daraus gewonnenen Erkenntnissen führen wir eine **Vergleichsgruppenanalyse** auf Basis von Daten aus der Crunchbase-Unternehmensdatenbank und EIF-Daten durch, in der wir den Effekt des Erhalts von Mitteln aus dem ERP/EIF-Dachfonds inkl. EIF-Mitteln auf die weitere Entwicklung von mittelbar Dachfonds-finanzierten Unternehmen analysieren. Die Entwicklung der Unternehmen wird durch den Gesamtbetrag der eingeworbenen Gelder (zur Messung des Crowding-In Effekts), die Anzahl der Finanzierungsrunden, die aktuelle Unternehmensgröße, und den Unternehmensstatus (aktiv, Exit/Merger, liquidiert/Insolvenz) operationalisiert. Diese Faktoren bilden die unabhängigen Variablen in unseren Regressionsmodellen, während die abhängige Variable ein binärer Indikator für den Erhalt von Dachfonds-Mitteln ist. Die kausale Wirkungsrichtung zwischen der Inanspruchnahme von Dachfonds-Mitteln und der Entwicklung der Unternehmen ist aufgrund von Selektionseffekten in der Auswahl der Unternehmen, die Dachfonds-Mittel erhalten sollen, durch einfache Regressionen nicht eindeutig festzulegen. Um eine Randomisierung nachzuahmen und somit den Einfluss dieser Selektionseffekte auf die statistischen Schätzwerte zu minimieren, wenden wir die Methode des **Propensity-Score-Matchings (PSM)** an, die darauf abzielt, „gleich mit gleich“ zu vergleichen. Trotz dieser statistischen Bemühungen, kausale Zusammenhänge zwischen einer ERP/EIF-Dachfonds-Beteiligung und den Indikatoren zum aktuellen Zustand der finanzierten Unternehmen zu approximieren, sind die geschätzten Marginaleffekte lediglich als statistische Näherungswerte und nicht notwendigerweise als die tatsächlichen kausalen Effekte zu verstehen.

Die Primärdatenerhebung beruht vollständig auf einem **Interviewprogramm** bestehend aus zwölf Interviews mit ERP/EIF-Dachfonds-finanzierten VC-Managementgesellschaften (General

Partners, im Folgenden GPs³), drei Interviews mit deutschen nicht-ERP/EIF-Dachfonds finanzierten GPs, und fünf Experteninterviews mit relevanten Stakeholdern. Die Interview-Partner für die Gruppe der ERP/EIF-Dachfonds-finanzierten Anlagefonds wurden auf Basis von Indikatoren wie dem Dachfonds-Anteil am Fonds, dem geographischen Fokus, der Investitionsphase und dem Sektorenfokus repräsentativ zur Grundgesamtheit der insgesamt 133 Anlagefonds ausgewählt.

3 Anlagestrategie und Rahmendaten des ERP/EIF-Dachfonds

3.1 Anlagestrategie des ERP/EIF-Dachfonds

Die Beteiligungshöhe kann einschließlich aller anderen EIF-Mittel bei 10 bis 70 % des Anlagefondsvolumens liegen, wobei Abweichungen möglich sind. Im Hinblick auf die Portfoliounternehmen sieht die Anlagestrategie einen **Fokus auf Technologieunternehmen** vor, wobei Technologien bzw. Sektoren nicht näher eingegrenzt werden. Die Unternehmen müssen allerdings zum Zeitpunkt der Erstinvestition des ERP/EIF-Dachfonds die EU-Definition für KMU erfüllen. Zudem müssen die Fonds ein **Standortfordernis** (Geographic Allocation Requirement) erfüllen. Demnach muss mindestens das beim EIF aus dem ERP/EIF-Dachfonds abgerufene Kapital in Portfoliounternehmen investiert werden, die ihren Sitz, ihre Hauptverwaltung, eine Betriebsstätte oder den Schwerpunkt ihrer Geschäftstätigkeit in Deutschland haben. Die Finanzierungsphase kann in der **Early, Expansion** oder auch **Growth Stage** liegen. Ein besonderes Augenmerk liegt auf der Förderung von GPs mit neu etablierten Managementteams, die nach Auffassung des EIF über angemessene Erfahrung auf dem Gebiet der Wagniskapitalfinanzierung verfügen. Dies ist als Ziel aber nicht näher quantifiziert. Zudem müssen Anlagefondsbeteiligungen aus dem Anlagevermögen grundsätzlich zu gleichen Bedingungen erfolgen wie die Beteiligung weiterer privatwirtschaftlicher Mitinvestoren (pari passu). Die Beteiligungserträge dürfen vom Anlagefonds nicht ohne Zustimmung des ERP-SV re-investiert werden.

3.2 Rahmendaten des Dachfonds

Im Betrachtungszeitraum von 2004 bis 2023 haben **133 individuelle Fonds von insgesamt 72 GPs** eine Beteiligung des ERP/EIF-Dachfonds erhalten. Fast die Hälfte der GPs hat in mehr als einem Fonds eine Dachfonds-Beteiligung erhalten.

Im Durchschnitt haben 42 Investoren je Anlagefonds investiert, wobei die Anzahl teilweise stark variiert. Die Höhe der Beteiligung des ERP/EIF-Dachfonds inkl. EIF-Mittel aus anderen Mandaten an einem Anlagefonds liegt im Schnitt bei **26,2 %** und variiert von ca. 5 bis zu ca. 50 % des Gesamtvolumens der jeweiligen Anlagefonds.

4 Wirkung der Dachfonds-Beteiligung auf Anlagefonds

4.1 Vorteile einer Dachfonds-Beteiligung für Anlagefonds

Für den Großteil der Anlagefonds ist der EIF ein wichtiger Anker-LP, der das Erreichen der Fundraising-Ziele substantiell unterstützt, insbesondere für neu etablierte Fonds-Managementteams und das First Closing eines Fonds. Den EIF im Investorenkreis zu haben gilt

³ Ein General Partner (GP) in einem Fonds ist ein Gesellschafter mit unbeschränkter Haftung, der für die Verwaltung und operative Führung des Fonds verantwortlich ist.

als **Gütesiegel**, das bei der Anwerbung zusätzlicher Investoren hilft und auch zeigt, dass man die verhältnismäßig strenge EIF-Due-Diligence absolviert hat. Neben der Ankerfunktion und des Gütesiegels profitieren Anlagefonds auch von der Erfahrung des EIF als LP und der guten Vernetzung mit der europäischen VC-Landschaft.

Allerdings zeigt die Zahl an Mehrfach-Beteiligungen des EIF/ERP-Dachfonds in Fonds einzelner GPs, dass die Ankerfunktion und auch das Gütesiegel scheinbar nicht automatisch auf die nächste Fondsgeneration ausstrahlen. Als Grund hierfür wird u.a. die Aversion von Investoren hinsichtlich Diskontinuitäten im LP-Kreis genannt, so dass ein „Ausstieg“ des EIF als adverses Signal hinsichtlich der Kreditwürdigkeit eines GPs wahrgenommen werden könnte. Zudem beschränke sich die Kraft des „Gütesiegels“ des EIF nach Ansicht eines befragten GPs eher auf den europäischen Raum.

Darüber hinaus heben GPs auch die **Leaderfunktion** des EIF im VC-Markt in Europa hervor. Der EIF vertrete die Interessen des Ökosystems gegenüber anderen politischen Institutionen und Regulatoren und unterstütze die Bemühungen, das Engagement institutioneller LPs in Europa zu erhöhen.

4.2 Investorenstruktur der Anlagefonds

Der ERP/EIF-Dachfonds ist meist ab dem zweiten Fonds beteiligt und investiert in der Regel auch in den Folgefonds. Vor allem im Übergang vom Early zum Later Stage Fund stellt der EIF mit Mitteln des ERP/EIF-Dachfonds einen wichtigen Partner dar. Bei einem ersten Fonds eines GPs ist eine ERP/EIF-Dachfonds-Beteiligung eher unüblich.

Das tendenziell geringere Engagement bei „First Time Funds“, also Fonds neu etablierter Managementteams in erster Fondsgeneration, begründet sich auch durch die hohen Anforderungen des EIF an Referenzen (track record), Due-Diligence und Mindestkapitalausstattung. Auch deshalb steigt der EIF eher (aber nicht ausschließlich) bei Fondsmanagementteams ein, die bereits einen Fonds aufgelegt haben und Erfahrungen vorweisen können. Die Evaluation kommt zu dem Schluss, dass dieser Befund teilweise im Widerspruch mit dem in den Anlagerichtlinien formulierten Fokus des Dachfonds auf neu etablierte Managementteams, also unter anderem First Time Funds, steht.

4.3 Crowding-In Analyse

Mittels des Vergleichsgruppenansatzes wird analysiert, ob die Beteiligung des EIF an Anlagefonds mit ERP-Mitteln private Investitionen nach sich gezogen hat. Start-ups, die in der Frühphase Investitionen aus dem ERP/EIF-Dachfonds erhielten, werden mit denen, die andere Mittel nutzten verglichen. Basierend auf der Gesamtsumme des aufgebrachten Kapitals und der Anzahl der Finanzierungsrunden wird getestet, ob Unternehmen mit ERP/EIF-Dachfonds-Mitteln mehr Wagniskapital akquirieren konnten als andere, also ob es zu einem „Crowding-In“ an Wagniskapital kam. Die Ergebnisse der Vergleichsgruppenanalyse deuten auf ein Crowding-In privater Investitionen in Folge einer ERP/EIF-Dachfonds-Beteiligung hin. Die statistische Analyse zeigt, dass bei Start-ups mit ERP/EIF-Dachfonds-Beteiligung **durchschnittlich 0,39 Finanzierungsrunden mehr** stattfinden als bei Start-ups ohne Dachfonds-Beteiligung.

Das Gesamtvolumen der Investitionen ist ein wichtiger Erfolgsindikator für Start-ups. Die Daten deuten darauf hin, dass Start-ups mit ERP/EIF-Dachfonds-Beteiligung finanziell attraktiver sind. Der Medianwert der Gesamtinvestitionsvolumina in Start-ups zeigt, dass 50% dieser Start-ups ein Gesamtinvestitionsvolumen von mindestens 8,8 Mio. USD erreicht haben, während der Durchschnitt bei fast 52 Mio. USD liegt. Im Vergleich dazu liegt der Medianwert für Start-ups ohne ERP/EIF-Finanzierung bei 2,2 Mio. USD und der Durchschnitt bei 14,6 Mio. USD. Dies deutet auf einen möglichen Crowding-In-Effekt hin. Die entsprechende statistische Analyse bestätigt

dies, da die **geschätzten Gesamtinvestitionen in Start-ups mit ERP/EIF-Dachfonds-Beteiligung um 22,8% höher** liegen als bei Start-ups ohne Dachfonds-Beteiligung.

4.4 Wirkung des Dachfonds auf die Präsenz der Anlagefonds in Deutschland

Knapp die Hälfte (46%) der Anlagefonds mit ERP/EIF-Dachfonds-Beteiligung hat ihren rechtlichen Stammsitz in Deutschland. Die intensivere Ausrichtung der Anlagefonds in Deutschland ist nicht zuletzt durch das Geographic Allocation Requirement bedingt. Die qualitative Analyse zeigt, dass eine ERP/EIF-Dachfonds-Beteiligung dazu führen kann, dass sich internationale GPs stärker auf den Standort Deutschland ausrichten. Zudem gaben von den nicht-deutschen GPs, die bei Erstinvestition des Dachfonds noch keine Niederlassung in Deutschland hatten, alle an, dass sich ihr Engagement vor Ort seit der ersten Dachfonds-Beteiligung verstärkt habe. Die stärkere Ausrichtung auf den deutschen Raum geschieht durch Investitionen, Bemühungen um Niederlassungen und Anwerbung von Kooperationspartnern mit Sitz in Deutschland.

5 Effekte auf den deutschen Wagniskapitalmarkt

5.1 Platzierung des Dachfonds im deutschen VC-Markt und Mobilisierungseffekte

Im Jahr 2022 machten die knapp 190 Mio. EUR Investitionsvolumen aus dem ERP-SV im ERP/EIF-Dachfonds gemessen an OECD-Marktdaten etwa 5,5 % des deutschen VC-Marktvolumens aus, welches 2022 insgesamt etwa 3,6 Milliarden USD betrug.⁴ Einschließlich der durch das EIF-Matching zusätzlich eingebrachten EIF-Mittel von circa 210 Mio. EUR beträgt der gesamte **Marktanteil des ERP/EIF-Dachfonds** also etwas weniger als **12 %**.

Die befragten GPs schätzen die Rolle des EIF insgesamt (also über den Dachfonds hinaus) als hoch ein und sehen den EIF für Europa insgesamt und im Speziellen für Deutschland als unverzichtbar an. Nur sehr große und international agierende GPs seien in der Lage auf den EIF als Anker-LP zu verzichten. Das Geographic Allocation Requirement des Dachfonds wird nicht als Negativpunkt empfunden.

In Bezug auf das Potenzial des Dachfonds, private Investoren zu mobilisieren sehen viele GPs insbesondere bei institutionellen Investoren im Vergleich zu den USA großen Aufholbedarf. Der EIF als Anker-LP stärkt zwar das Standing eines Fonds, kann aber auch den Eindruck erwecken, der GP sei auf staatliche Hilfen angewiesen.

Befragte GPs sind sich einig, dass der EIF der einzige europäische Investor ist, der mit US-Äquivalenten konkurrieren kann. Er müsse jedoch mehr private Investoren, wie z.B. große Family Offices, zu VC-Investitionen in Europa bewegen. Zudem könnte der EIF als „Europäischer Dachfonds“ große internationale Investoren bündeln, um hohe Beteiligungsvolumina in europäische VC-Fonds zu lenken.

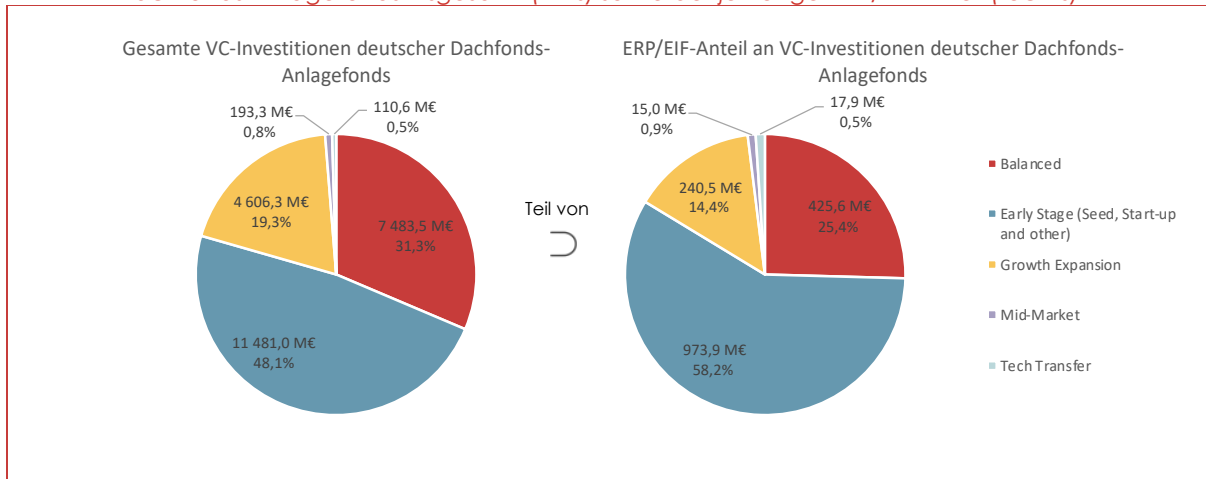
5.1.1 Finanzierungsphasen

Im Hinblick auf die Finanzierungsphasen, die in den Investmentstrategien der Anlagefonds benannt werden, fließen knapp zwei Drittel des Investitionsvolumens der Anlagefonds in Early

⁴ Für die Berechnung des Prozentanteils des Investitionsvolumens des Dachfonds (einschl. EIF-Matching-Mittel) am gesamten Investitionsvolumen im dt. Markt im Jahr 2022 wurde der durchschnittliche Wechselkurs EUR>USD für das Jahr 2022 von der ECB-Webseite herangezogen, der 1.053 betrug. Damit wurde das Investitionsvolumens des Dachfonds (einschl. EIF-Matching-Mittel) in USD umgerechnet, um den Anteil an dem in USD angegebenen Gesamtinvestitionsvolumen im dt. Markt zu berechnen.

Stage-Phasen, etwa ein Viertel in gemischte Phasen (Balanced) und etwas mehr als 10 % in die Growth-Phase (siehe Abbildung 1).

Abbildung 1 Anteil und Summe der Finanzierungsphasen am Investitionsvolumen deutscher Dachfonds-Anlagefonds insgesamt (links) sowie der jeweilige ERP/EIF-Anteil (rechts)



ERP/EIF Daten, eigene Darstellung. Die linke Grafik repräsentiert die gesamten Investitionen deutscher Dachfonds-Anlagefonds. Die rechte Grafik zeigt den ERP-EIF-Anteil an VC-Investitionen deutscher Dachfonds-Anlagefonds.

Der Vergleich zwischen dem Gesamtinvestitionsvolumen aller deutschen Anlagefonds und jenem der Anlagefonds des ERP/EIF-Dachfonds zeigt, dass der **Dachfonds vergleichsweise mehr Frühphasenfinanzierung betreibt** und dafür weniger in die gemischten Phasen (Balanced) und die Wachstumsphasen von Unternehmen investiert. Letzteres wurde von einem nicht-Dachfonds finanzierten GP kritisch angemerkt. In der Frühphasenfinanzierung habe der Dachfonds zwar die VC-Verfügbarkeit stark erhöht, allerdings bestehe vor allem in der frühen Wachstumsphase (Series A und B) weiterhin ein großer Kapital- und Finanzierungsbedarf. Dies stelle ein strukturelles Problem für den deutschen VC-Markt dar, da dies häufig zu Abwanderungen von Unternehmen in dieser Phase führe – bspw. in die USA.

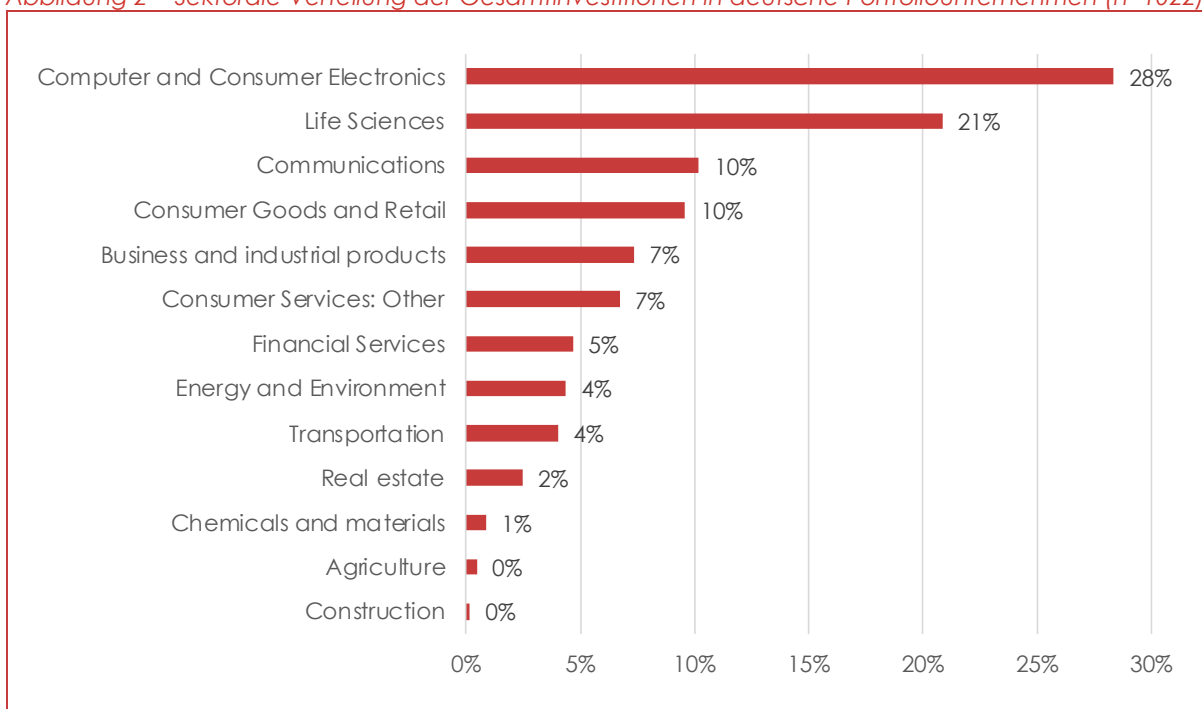
6 Effekte des Dachfonds auf Portfoliounternehmen

6.1 Deskriptive Analyse der Portfoliounternehmen der Anlagefonds

Über den ERP/EIF-Dachfonds ist das ERP-SV in knapp 3500 Unternehmen investiert, davon haben etwa ein Drittel ihren Hauptsitz in Deutschland (deutsche Betriebsstätten/Niederlassungen ausländischer Unternehmen werden nicht erfasst). Synchron zu der regionalen Beschaffenheit des deutschen VC-Ökosystems befindet sich der Großteil der Start-ups in Berlin oder München. Dies verdeutlicht, dass der Dachfonds **existierende regionale oder sektorale Marktcharakteristika amplifiziert**. Hier zeigt sich auch ein Nachteil der „marktkonformen“ Ausgestaltung des Dachfonds, da im Gegensatz zu einer direkteren Form des Fondsmanagements die Einflussnahme und Steuerungskraft (bspw. im Hinblick auf Regionen/Sektoren) weniger gegeben ist.

Im Hinblick auf die Sektoren, in denen die deutschen Portfoliounternehmen aktiv sind, liegt mit knapp einem Drittel der **Computer/Consumer Electronics Sektor** vorne gefolgt von Life Sciences und Communications. Abbildung 2 zeigt die sektorale Verteilung der Gesamtinvestitionen in deutsche Portfoliounternehmen.

Abbildung 2 Sektorale Verteilung der Gesamtinvestitionen in deutsche Portfoliounternehmen (n=1022)



Technopolis, ERP/EIF Daten

Typischerweise ist das durchschnittliche jährliche Wachstum der Unternehmen mit ERP/EIF-Dachfonds-Beteiligung sehr heterogen. Einige Unternehmen verzeichneten einen Schrumpfungseffekt, andere wachsen bereits mit einer durchschnittlichen Rate von 1,6 % von Jahr zu Jahr. Wir beobachten 388 Unternehmen, die eine positive jährliche Wachstumsrate vorweisen, und 586 Unternehmen, deren jährliche Wachstumsrate nicht positiv ist. Weiter differenzierte Analysen zeigen, dass die Wachstumsrate der Unternehmen von ihrer anfänglichen Größe, dem Gesamtbetrag des erhaltenen Wagniskapitals, dem Unternehmensalter und dem Sektor, in dem sie aktiv sind, abhängt. Die Dachfonds-Investitionen konzentrieren sich hauptsächlich auf junge Unternehmen. Trotz dieses Schwerpunkts wachsen Unternehmen, die erst in der Start-up-Phase eine Dachfonds-Investition erhalten, mehr als jene, an denen sich der Dachfonds schon in ihrer Frühphase beteiligt. Es besteht eine positive Korrelation von etwa 10 % zwischen dem Alter der Unternehmen zur Erstinvestition und ihrer letzten Unternehmensgröße.

In Bezug auf die Anzahl der Mitarbeitenden als Wachstumsindikator ist zu erkennen, dass zu Beginn 25 % der von Dachfonds finanzierten deutschen Unternehmen nur 1 bis 5 Mitarbeitende hatten, was für die Frühphase typisch ist. Der Medianwert liegt für die Anfangszeit der Unternehmen bei 13 Mitarbeitenden, der Durchschnitt bei 37. Dieser Wert erhöht sich im Vergleich zum letzten Stichtag auf einen Median von 20 und einen Durchschnitt von 60 Mitarbeitenden. Die Ergebnisse der ökonometrischen Analyse bestätigen die deskriptive Analyse und zeigen, dass die **Wahrscheinlichkeit, dass ein Start-up mit ERP/EIF-Dachfonds-Beteiligung eine Mitarbeitendenzahl zwischen 51 und 250 erreicht um 14 Prozentpunkte höher liegt als bei Start-ups ohne Dachfonds-Beteiligung**. Für eine Größe von über 250 Mitarbeitenden liegt die Wahrscheinlichkeit um 5 Prozentpunkte höher. Zudem zeigen unsere statistischen Analysen, dass die geschätzte **Wahrscheinlichkeit eines positiven Exits** (Unternehmensverkäufe und Börsengänge) bei Unternehmen mit einer Frühphasenfinanzierung des ERP/EIF-Dachfonds statistisch signifikant um etwas **über 5 Prozentpunkte höher** liegt als bei nicht-ERP/EIF-Dachfonds-erstfinanzierten Unternehmen. Im Gegensatz dazu ist die geschätzte

Wahrscheinlichkeit einer Schließung bei beiden Investorentypen relativ ähnlich (8,4 % für nicht-ERP/EIF-Dachfonds-erstfinanzierte und 8,7 % für ERP/EIF-Dachfonds-erstfinanzierte Unternehmen).

7 Erfolgskontrolle und Handlungsempfehlungen

7.1 Erreichung der drei strategischen Leitziele des Dachfonds

1. Den deutschen Beteiligungskapitalmarkt langfristig stärken

Der ERP/EIF-Dachfonds hat sich in den letzten 20 Jahren als wichtiger Akteur im deutschen VC-Markt etabliert und einen signifikanten Beitrag zum Gesamtinvestitionsvolumen geleistet. Mit einer Beteiligung von durchschnittlich 26 % an insgesamt 133 Anlagefonds von 72 VC-Managementgesellschaften seit 2004 und einer deutlichen Steigerung seiner Aktivitäten ab 2014 spielt der Dachfonds sowohl bei Erst- als auch bei Anschlussfinanzierungen eine wichtige Rolle in der deutschen Finanzierungslandschaft. Als größter einzelner Marktteilnehmer agiert der Dachfonds in Deutschland als **Stabilisator** eines krisenanfälligen Marktes.

Die Dachfonds-Struktur erlaubt es dem ERP-SV, maßgeblich zur Entwicklung und Stärkung von in Deutschland tätigen VC-Managementgesellschaften beizutragen und gleichzeitig von der bislang überwiegend vielversprechenden finanziellen Performance der Anlagefonds zu profitieren. Allerdings schränkt ein solches marktbasierendes und damit in erster Linie profitorientiertes Instrument die Möglichkeiten eigener förderpolitischer Prioritätensetzung ein (bspw. stärkere Finanzierung der Wachstumsphase oder von Deep Tech-Geschäftsmodellen). Der Dachfonds amplifiziert durch seine Funktionsweise die Strategien der VC-Managementgesellschaften und damit auch die daraus resultierenden Markttrends.

Die positiven Effekte des ERP/EIF-Dachfonds sind für neu etablierte Fonds-Managementteams besonders stark. Hier kommt die Rolle des EIF als **Anker-Investor** und das damit einhergehende „**Gütesiegel**“ stärker zum Tragen. Der Dachfonds ist regelmäßig Teil des First Closing eines Anlagefonds und erhöht so die Erfolgswahrscheinlichkeit des Fundraisings. Gleichwohl möchte der EIF neu etablierte Fonds-Managementteams auch längerfristig begleiten und unterstützen. Dies zeigt sich auch daran, dass knapp die Hälfte der GPs in mehr als einem Fonds eine Beteiligung des Dachfonds erhalten hat. In fünf Fällen hat sich der Dachfonds nach einem ersten Engagement in bis zu vier weiteren Fonds engagiert. Diese weiteren Engagements umfassen nicht nur „Folgefonds“, sondern auch Fonds mit einer weiterentwickelten Strategie, die möglicherweise einen anderen Sektor oder eine andere Investitionsphase abdecken und von unabhängigen oder separierten Managementteams unter derselben GP-Marke verwaltet werden. Die Investition in neu etablierte Fonds-Managementteams (First Time Funds) scheitert häufig an den hohen Anforderungen an Referenzen (track record), Due-Diligence und Mindestkapitalausstattung, weshalb die Förderung oft erst in der zweiten oder noch späteren Fondsgeneration beginnt.

2. Einen Anreiz zur Aufbringung zusätzlicher Mittel von Investoren des privaten Sektors schaffen

Durch die Rolle als Anker-Investor und das „Gütesiegel“ einer Beteiligung durch den EIF konnte zumindest in der qualitativen Analyse eine Wirksamkeit des Dachfonds im Hinblick auf Crowding-In und Mobilisierung zusätzlicher Mittel privater Investoren nachgezeichnet werden. Aufgrund mangelnder Datengrundlage zum Investitionsverhalten privater Fondsinvestoren kann der quantitative Nachweis dafür nur über den Umweg der Portfoliounternehmen erbracht werden: Unternehmen, die in der Erstfinanzierungsphase ein Investment eines Anlagefonds des Dachfonds erhalten, ziehen mehr Folgefinanzierungen an und weisen ein höheres

Gesamtinvestitionsvolumen auf. Dies deutet darauf hin, dass die **Dachfonds-Beteiligung als Qualitätssignal am Markt** wahrgenommen wird und das Vertrauen weiterer Investoren in die Anlagefonds und damit deren Portfoliounternehmen stärkt.

Dieser positive Anziehungseffekt von privatem Kapital wird durch die qualitative Analyse bestätigt, wobei der Effekt auf private Investoren bei VC-Managern, die bereits einen Folgefonds lanciert haben, anders geartet zu sein scheint: Hier ist der positive track record aus den Vorgängerfonds vorhanden, so dass die Mobilisierung privater Investoren auch so gelingen kann. Allerdings führt ein „Absprung“ des EIF als Anker-Investor von einem zum anderen Fonds neben der entstehenden Finanzierungslücke wohl auch zu einer adversen Wahrnehmung privater Investoren, insbesondere aus dem außereuropäischen Ausland (vor allem den USA).

Der EIF und speziell auch der ERP/EIF-Dachfonds haben gegenüber anderen öffentlichen Finanzierungsinstrumenten eine herausgehobene Rolle. Für viele Marktteilnehmer ist der EIF auf europäischer Ebene der bedeutsamste institutionelle Investor. Nur die KfW Capital stellt für deutsche Anlagefonds eine ähnlich wichtige Finanzierungsquelle auf nationaler Ebene dar.

Generell zeigen sich Vorteile des ERP/EIF-Dachfonds gegenüber anderen Instrumententypen zur Finanzierungsförderung. Der Dachfonds kann auf die Managementkompetenzen beim EIF zurückgreifen, hat eine gute Skalierbarkeit und kann zielgerichtete und schnelle Unterstützung für Fondsmanager und Start-ups leisten. Zudem wird der Dachfonds als erfahrener Investor mit guten Strukturen wahrgenommen, der über eine breite Datenbasis u.a. in Bezug auf Performance Benchmarks verfügt.

3. Den Ausbau der Eigenkapitalbasis hochtechnologieorientierter KMU in der Bundesrepublik Deutschland unterstützen

Durch den ERP/EIF-Dachfonds, inkl. EIF-Mitteln, wurden mittelbar 3500 – in der Regel hochtechnologieorientierte – Unternehmen beim Ausbau ihrer Eigenkapitalbasis unterstützt, davon haben mindestens ein Drittel ihren Hauptsitz in Deutschland. Entsprechend des Standorterfordernisses des Dachfonds wird ein weiterer großer Teil der Unternehmen eine Betriebsstätte oder Niederlassung in Deutschland aufweisen, der aufgrund fehlender Daten allerdings nicht quantifiziert werden kann. Entsprechend der sektoralen Ausrichtung der Anlagefonds überwiegen auch bei den Portfoliounternehmen IKT-bezogene Unternehmen.

Die Vergleichsgruppenanalyse zeigt, dass die Portfoliounternehmen der Anlagefonds des ERP/EIF-Dachfonds tendenziell stärker in der Beschäftigtenzahl wachsen und eine höhere Erfolgsquote bei Unternehmensverkäufen und Börsengängen aufweisen als Unternehmen, die kein Investment eines Anlagefonds erhalten haben.

7.2 Wirtschaftlichkeitskontrolle

Die Wirtschaftlichkeitskontrolle gemäß § 7 Abs. 2 BHO und VV-Ziffer 2.2 attestiert dem ERP/EIF-Dachfonds eine **hohe Vollzugswirtschaftlichkeit**.

Im Untersuchungszeitraum waren für den ERP/EIF-Dachfonds insgesamt 2,31 Mrd. EUR im ERP-Sondervermögen vorgesehen. Im Aggregat beträgt die Mittelausschöpfungsquote im Beobachtungszeitraum 63 % der ausgezahlten Mittel bzw. 84 % gemessen an den zugesagten Mitteln, die Nachfrage nach Förderung ist demnach hoch. Die administrativen Kosten des Dachfonds setzen sich zusammen aus einer jährlichen Managementgebühr, die im Falle des EIF kostenbasiert berechnet wird, sowie einer leistungsabhängigen „Carry“ bzw. Provision. Aufgrund der Dachfonds-Struktur kommen indirekt die Gebühren und Provisionen der Anlagefonds als Investitionskosten hinzu.

Im Gegensatz zu zuschussbasierten Förderprogrammen führt die marktbasierende Ausgestaltung des Dachfonds zu Erträgen (auf Basis der aktuell ausgewiesenen Wertentwicklung mit

Gewinnpotenzial). Obwohl die Finanzierungstätigkeit seit 2003 beständig zugenommen hat und ein Großteil der Fonds noch im Portfolioaufbau sind, wurden bereits Rückflüsse in Höhe von rund 60% der kumulierten Auszahlungen generiert.

Geschlossene eigenkapitalbasierte Anlageklassen wie Wagniskapitalfonds können allerdings immer zu einem Verlust des eingesetzten und gebundenen/nicht realisierten Kapitals führen. Nicht zuletzt der Marktabschwung 2021/2022 hat gezeigt, dass die Bewertungen von Start-ups stark schwanken und auch hohe Bewertungen schnell fallen können. Portfoliobewertungen könnten weiterhin einem Abwärtstrend unterliegen, da erst in den kommenden Monaten die Start-ups, die in der Hochphase des Marktes hohe Bewertungen erzielt haben, eine Anschlussfinanzierung anstreben werden. Eine Neubewertung könnte in vielen Fällen deutlich unter der ursprünglichen Bewertung liegen, was den Nettoinventarwert (Net Asset Value) des Dachfonds senken könnte.⁵ Trotz dieses Ausblicks ist eine grundsätzliche positive Entwicklung der Assetklasse Wagniskapital in Europa wahrscheinlich. Die historische Rendite von Wagniskapitalfonds lag einer Analyse von PitchBook zufolge in Europa im Zeitraum von 2003 bis 2023 bei einer durchschnittlichen mittleren Jahresrendite (IRR) von 7,9 %.⁶

Neben der hohen Vollzugswirtschaftlichkeit wird auch eine **hohe Maßnahmenwirtschaftlichkeit** attestiert, insbesondere aufgrund der Wahrscheinlichkeit des Mittelrückflusses nach Ausinvestition des Dachfonds.

Die Wirtschaftlichkeit der Gesamtmaßnahme ergibt sich aus der Gegenüberstellung der erreichten Wirkungen (Outcomes) mit den dafür aufgewendeten Mitteln. Wie oben beschrieben hat die Evaluation vielfältige Wirkungen des ERP/EIF-Dachfonds identifiziert. Damit ist die Effektivität der Förderung hoch, und die Maßnahme erscheint hochgradig geeignet, die mit ihr verknüpften Ziele zu erreichen. Ein kurz- bzw. mittelfristiger Wegfall oder eine deutliche Reduzierung des Umfangs der Maßnahme könnte durch die signifikante Rolle des Dachfonds für den deutschen Wagniskapitalmarkt negative systemische Wirkungen nach sich ziehen.

Angesichts der vielfältigen, zum Teil systemischen Wirkungen der Förderung ist sie, im Verhältnis zu den aufgewendeten Fördermitteln und den relativ niedrigen Kosten für die Programmadministration nicht nur als effektiv, sondern auch als sehr effizient im Sinne der Zielerreichung zu bewerten.

Die Evaluation unterbreitet daher die folgenden **Handlungsempfehlungen**:

1. Eine verstärkte Erhebung von Monitoringdaten zur systematischen Erfassung von Effekten der Förderung, insbesondere auf Ebene der Anlagefonds.
2. Die Gütesiegel-Funktion des ERP/EIF-Dachfonds an private Investoren verstärkt sich, wenn eine Beteiligungszusage besonders früh erfolgt, idealerweise vor dem First Closing eines Anlagefonds. Dadurch können Fonds schneller ihr Fundraising abschließen und Portfoliounternehmen erhalten früher ihre Investments. Die Rolle des Dachfonds als früher Ankerinvestor sollte zukünftig weiter gestärkt werden. Durch ein frühzeitiges Commitment könnte der Dachfonds neu aufgelegten Fonds – darunter auch First-Time-Funds neuer Manager sowie Fonds etablierter GPs mit neuer strategischer Ausrichtung wie Wachstums- oder technologieorientierten Feldern – dabei helfen, schneller das First Closing zu erreichen.

⁵ Vgl. Metzger (2023). KfW/BVK German Venture Capital Barometer 4. Quartal 2023. Online: https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/KfW-Research/Economic-Research/Wirtschaftsindikatoren/German-Private-Equity-Barometer/PDF-Dateien/GVCB_Q4-2023.pdf (abgerufen am 15. April 2024).

⁶ PitchBook. (2023). PitchBook Benchmarks (Stand Q1 2023). Online: <https://pitchbook.com/news/reports/2023-pitchbook-benchmarks-as-of-q1-2023>

3. Die Evaluation hat gezeigt, dass der marginale Gütesiegel-Effekt bei erfahreneren GPs, die bereits mehr als eine Fondsgeneration aufgelegt haben, tendenziell sinkt. Hier sollte künftig stärker darauf gedrängt werden, GPs nur für die ersten Fondsgenerationen zu unterstützen. Da der Ausstieg des Dachfonds mit späteren Fondsgenerationen an privaten Ko-Investoren oft schwer kommunizierbar ist, wäre eine „Obergrenze“ für Dachfonds-Beteiligungen in Folgefonds denkbar. So kann dem Markt gegenüber transparent gemacht werden, dass der Dachfonds sich ab einem gewissen Zeitpunkt nicht mehr an Folgefonds eines GP beteiligt.
4. Ein begründender Faktor für staatliche Intervention im Wagniskapitalmarkt ist die Feststellung eines Marktversagens aufgrund von Informationsasymmetrien, Matching-Problemen und adverser Selektion. Da der Dachfonds zur Behebung dieses Marktversagens beiträgt, ist die Renditeorientierung des Instruments nur sekundär, solange die eingezahlten Mittel wieder entnommen werden können. Aus diesem Grund könnte die Anlagestrategie des Dachfonds auch weniger renditestarke Anlagefonds in den Blick nehmen, die dafür aber andere förderpolitische Zwecke erfüllen (z.B. sektorale Präferenzen wie Verteidigung oder Klima).
5. In Europa gibt es neben dem EIF kaum vergleichbare institutionelle Investoren, die ähnlich hohe Investments tätigen können. Für die Weiterentwicklung des europäischen Wagniskapitalmarkts ist die Anwerbung privater institutioneller Investoren allerdings von großer Bedeutung. Der EIF könnte hier in Europa und auch international stärker als „Europäischer Dachfonds“ auftreten und größere institutionelle Investoren anwerben und dadurch ggf. auch ein höheres Matching in die Beteiligungen des ERP/EIF-Dachfonds einbringen.
6. Entsprechend der sektoralen Ausrichtung der Anlagefonds überwiegen auch bei den Portfoliounternehmen IKT-bezogene Unternehmen und zu einem kleineren Teil Unternehmen im Bereich Life Sciences/Biotech. Damit sind nur 10 % der Gesamtinvestitionen außerhalb dieser beiden Sektoren verortet. Der Dachfonds amplifiziert somit existierende Marktcharakteristika im Hinblick auf Sektoren und Finanzierungsphasen. Der ERP/EIF-Dachfonds sollte künftig so ausgestaltet sein, dass förderpolitische Prioritäten (z.B. Fokus auf spezifische Finanzierungsphasen oder Sektoren) während der Laufzeit flexibler adressiert werden können. Zwar werden manche dieser Bereiche auch über die EIF-Strategie priorisiert, der ERP-SV könnte hier aber ggf. seine Marktmacht mehr nutzen und stärker eigene Akzente setzen.