



März 2023

Start-up Finanzierung weiter denken
Der Blick heute und auf die weitere Zukunft

INHALT

Editorial..... 3

Start-up Finanzierung weiter denken: Start-up Strategie und Zukunftsfonds
Anna Christmann..... 4

I. VON VENTURE CAPITAL ÜBER WACHSTUMSFINANZIERUNG ZUM OPTIMALEN EXIT..... 6

Backbone für Venture Capital und Venture Debt
 Jörg Goschin..... 6

Perspektiven im Wagniskapitalmarkt für institutionelle Investoren
 Frank Dornseifer..... 14

Der Börsengang: Exitstrategie oder Wachstumsfinanzierung?
 Carsten Huth..... 20

II. RAHMENASPEKTE ERFOLGREICHER START-UP FINANZIERUNG..... 27

Start-ups auf dem Rückzug: Brauchen wir ein staatliches Gegensteuern?
 Johannes Velling..... 27

Angel Investoren als Partner öffentlicher Finanzierungsinstrumente
 Matthias Helfrich..... 29

Das RegioInnoGrowth Programm für Co-Ventures durch Angels öffnen
 Ute Günther..... 29

Initiative Public Angels: Let´s fly together
 Michael Moritz..... 32

Corporate Venture Capital: Anker in der Krise?
 Florian Nöll..... 34

Start-up Finanzierung weiter denken	
<i>Daniela Schulze</i>	36
Start-up Finanzierung vom Ende her sehen, vom Anfang her aufzäumen	
<i>Roland Kirchhof</i>	38
Impressum	42

EDITORIAL

Diese Publikation ist im Nachgang zum BANDexpertforum 2022 „Start-up Finanzierung weiterdenken – Der Blick heute und auf die weitere Zukunft“ am 13. Dezember 2022 entstanden. Bei den Autorinnen und Autoren handelt es sich um Referenten und Panelteilnehmer dieses Forums, ergänzt um Texte zu aktuellen Entwicklungen, wobei die hier veröffentlichten Beiträge mehr sind als eine Verschriftlichung der Vorträge und Diskussionsbeiträge. Es geht vielmehr darum, eine Zwischenbilanz zu ziehen:

- Was ist erreicht und wie sind die künftigen Aussichten auf eine stabile Finanzierungskette, die High-Tech Start-ups zu einem erfolgreichen Exit verhilft?
- Wo steht der Venture Capital Markt? Ist er stark und differenziert genug? Hat er international vergleichbare Rahmenbedingungen? Wirken die staatlichen Maßnahmen wie öffentliche Fonds und Dachfonds?
- Gibt es in ausreichendem Umfang Mezzanine Produkte?
- Reichen die Anreize aus, um große Vermögensverwalter stärker für diesen Markt zu gewinnen?
- Gibt es Chancen für neue Exitperspektiven?
- Wird die Frühphase jetzt vernachlässigt oder nutzt der Staat auch das Potential von Angel Investorinnen und Investoren für mehr Co-Investments?

Diese und weitere Fragestellungen werden in BANDthema im Fokus 1/2023 von den Stakeholdern rund um das Thema Start-up Finanzierung beantwortet. Dabei geht der Blick ganz bewusst und dezidiert über die gegenwärtige Krise hinaus.

Anne Degenhardt, Projektmanagement Business Angels Deutschland e.V. (BAND)

Diese BANDthema im Fokus Ausgabe ist von einer Vielzahl von Autoren geschrieben, was dazu führt, dass Schreibweisen variieren. Das gilt insbesondere beim Gendern der Texte: Neutrale Formulierungen, Paarform-Sternchen bzw. die Nutzung der maskulinen Form kommen vor, wobei ausdrücklich gilt, dass die entsprechenden Begriffe im Sinne der Gleichbehandlung für alle Geschlechter stehen.



START-UP FINANZIERUNG WEITER DENKEN: START-UP STRATEGIE UND ZUKUNFTSFONDS

DR. ANNA CHRISTMANN

Dr. Anna Christmann ist Koordinatorin der Bundesregierung für Luft- und Raumfahrt und Beauftragte des Bundesministeriums für Wirtschaft und Klima für Start-ups und digitale Wirtschaft. Seit 2017 ist sie Mitglied des Deutschen Bundestages und Teil der Fraktion von Bündnis 90/Die Grünen. Sie promovierte 2011 an der Universität Bern und arbeitete danach am Zentrum für Demokratie der Universität Zürich. Ab 2013 war sie im Wissenschaftsministerium in Stuttgart als Büroleiterin der Ministerin und als Grundsatzreferentin in der Wissenschaftspolitik tätig.



Start-ups sind wichtig für Deutschland und Europa. Sie sind Ideengeber und Innovationstreiber und stehen für Dynamik, Erneuerung und Transformation.

Damit Menschen Start-ups gründen und hierbei mutig neue Wege beschreiten und Risiken eingehen können, ist eine zukunftsgerichtete Fortentwicklung der Wagniskapitalfinanzierung über alle Phasen der Start-up Gründung wichtig. Mit dem Zukunftsfonds stellen wir als Bundesregierung dafür zusätzlich 10 Milliarden Euro bis ins Jahr 2030 bereit. Mit neuen Instrumenten wie dem DeepTech & Climate Fonds und der European Tech Champions Initiative richten wir ihn auf wichtige Zukunftstechnologien und europäische Zusammenarbeit aus – zwei Schlüssel für einen global sichtbaren Start-up Standort, der Talente und Kapital anzieht.

VC-Markt im Zeichen geänderter internationaler makroökonomischer Rahmenbedingungen

Die aktuelle Marktentwicklung steht im Zeichen der sich verschärfenden Rahmenbedingungen durch die Zinswende und den geopolitischen Konflikt in Europa. Dementsprechend hatte sich das Geschäftsklima unter deutschen VC-Investoren in 2022 eingetrübt, wobei sich die Stimmung nach dem deutlichen Rückgang in der ersten Jahreshälfte im dritten Quartal 2022 bereits stabilisiert hat. Auch wenn der Markt sich derzeit wohl im Übergang von einem „heißen“ zu einem „kühlen“ Markt befindet, sind die Aussichten für die Investitionstätigkeit in der kurzen bis mittleren Frist weiterhin gut. Aufgrund der sehr guten Fundraising-Bedingungen der letzten Jahre ist noch ein hoher Bestand freier Mittel im Markt, sogenanntes „dry powder“ bei den Fonds. Dieses muss investiert werden, auch wenn zu erwarten ist, dass die Fonds zunächst einmal zurückhaltender werden.

Umso wichtiger ist es, dass wir als Bundesregierung bei den Rahmenbedingungen die richtigen Akzente setzen. In Phasen der relativen Unsicherheit kann ein zukunftsgerichtetes Finanzierungsinstrumentarium stabilisierend wirken. Die Weiterentwicklung der erfolgreichen und etablierten öffentlichen Instrumente der Start-up Finanzierung ist ein zentraler Punkt auch im Rahmen der Start-up Strategie.

Große Bedeutung von Business Angels in der Early-Stage Finanzierung

In der Frühphasenfinanzierung sind Business Angels eine ganz besonders wichtige Finanzierungsquelle für junge innovative Unternehmen. Eine Finanzierung durch Business Angels wirkt sich positiv auf die Entwicklung der Unternehmen aus (das heißt schnelleres Wachstum, selteneres Scheitern und weniger Schwierigkeiten bei Folgefinanzierungen).

Das Bundeswirtschaftsministerium hat daher im Rahmen der Förderung von Start-up Finanzierungen Business Angels ganz besonders im Fokus. Bereits vor etwa 10 Jahren haben wir speziell auf Business Angels ausgerichtete Finanzierungsmaßnahmen aufgesetzt, darunter das Programm "INVEST – Zuschuss für Wagniskapital". Seitdem hat sich der deutsche Business Angels Markt erheblich weiterentwickelt: Es gibt deutlich mehr Business Angels, die größeren Summen in Start-ups investieren. Auch stellen wir fest, dass sich Business Angels immer mehr institutionalisieren und sich zunehmend mit VC-Fonds vernetzen oder aktiv mit ihnen zusammenarbeiten.

Auch zukünftig wollen wir den Business Angels Markt noch weiter beleben und den Fokus unserer Förderprogramme vor allem auch auf die verstärkte Motivation von Virgin Angels legen, dem Business Angels Markt beizutreten und dann auch dauerhaft im Markt zu bleiben.

Wachstumsfinanzierung und Mobilisierung von privaten Mitteln für VC stärken

Insbesondere in der kapitalintensiven Wachstumsphase mangelt es noch an deutschem und europäischem Wagniskapital, welches in diesem Bereich oftmals noch von ausländischen Investoren kommt. Diese Lücke kann noch nicht von europäischen Investoren geschlossen werden, zeigt zugleich jedoch die Bedeutung und Attraktivität des deutschen und europäischen Marktes. Für öffentliche Instrumente gilt es, das deutsche Ökosystem insbesondere im Wachstumsbereich zu stärken.

Mit dem Zukunftsfonds stellt die Bundesregierung bis 2030 10 Milliarden Euro zusätzlich zum bestehenden öffentlichen Instrumentarium zur Verfügung, um branchenoffen und stets gemeinsam mit privaten Investoren die Wachstumsphase von Start-ups stärker zu unterstützen. Die Finanzierungsinstrumente des Zukunftsfonds sind deshalb zusammen mit dem erfolgreichen Instrumentarium aus dem ERP-Sondervermögen zur Stärkung des VC- und Start-up Standortes Deutschland

breit und verbreiternd aufgestellt. Sie unterstützen großvolumige Wachstumsfinanzierungen, was etwa mit der European Tech Champions Initiative und einen Dachfonds für Wachstumskapital zur Mobilisierung neuer Investorengruppen zukünftig noch weiter ausgebaut wird. Zugleich können beispielsweise mit dem Zukunftsfonds wichtige Bereiche wie die langfristige Finanzierung von Deep Tech und Climate Tech in Deutschland, die Stärkung von Frauen und Diversität im VC- und Start-up Ökosystem sowie junge „Emerging Manager“ mit erheblichem Innovationspotenzial, z.B. auch aus einer Tätigkeit als Business Angel heraus, fokussiert unterstützt werden.

Das Start-up Ökosystem wird in Zukunft eine noch wichtigere Rolle spielen, denn es geht um die Erneuerung unserer Wirtschaft und die notwendigen technischen und sozialen Innovationen für den Klimaschutz. Das öffentliche Finanzierungsinstrumentarium des Bundes, unter anderem aus dem Zukunftsfonds und dem ERP-Sondervermögen, wird hier einen wichtigen Beitrag leisten können, damit Start-ups innovative Technologien entwickeln und skalieren können.

Start-up Strategie der BReg als umfassender Fahrplan für das Ökosystem

Die Start-up Finanzierung ist eines der zehn Handlungsfelder der Start-up Strategie, die die Bundesregierung im Juli 2022 beschlossen hat. Sie ist der Fahrplan der Regierung zur Stärkung und Weiterentwicklung des Start-up Ökosystems in Deutschland und Europa. Hinsichtlich der Finanzierung hat die Bundesregierung dort auch die Prüfung in Aussicht gestellt, ob und inwieweit welche öffentlich-rechtlichen Fonds geeignet wären, auch in Wagniskapital zu investieren. Entscheidend werden auch die Maßnahmen zur Fachkräftegewinnung und zur Förderung von Ausgründungen aus der Wissenschaft sein. Ein starkes Start-up Ökosystem stärkt dabei gleichzeitig und langfristig den gesamten Wirtschaftsstandort.



I. VON VENTURE CAPITAL ÜBER WACHSTUMSFINANZIERUNG ZUM OPTIMALEN EXIT

BACKBONE FÜR VENTURE CAPITAL UND VENTURE DEBT

DR. JÖRG GOSCHIN

Dr. Jörg Goschin ist Wirtschaftsingenieur und selbst Gründer und erfahrener Investment Professional, der über tiefe Marktkenntnis, breites fachliches Know-how und ein dichtes Netzwerk im Venture Capital-Markt verfügt. Frühere Stationen seiner beruflichen Laufbahn waren Metzler, The Boston Consulting Group, BNP Paribas, Cerberus, Blackstone und ALSTIN. Seit Gründung von KfW Capital ist er gemeinsam mit Alexander Thees Geschäftsführer von KfW Capital.



KfW Capital ist staatlicher VC-Fondsinvestor und seit 2018 im Markt aktiv. Als 100%ige Beteiligungstochter der KfW investiert KfW Capital mit Unterstützung des Bundes in europäische VC-Fonds, die ihrerseits mindestens mit dem von KfW Capital eingebrachten Kapital Start-ups und innovative Technologieunternehmen in Deutschland finanzieren. Durch finanzstärkere VC-Fonds verbessert sich der Zugang zu Kapital für die Unternehmen, das diese zur Finanzierung ihrer Innovationen benötigen (Abb.1/Abb.2).

Zum 30.9.2022 war KfW Capital bereits in 73 VC-Fonds investiert – mit einem Volumen von mehr als 1,4 Milliarden Euro (Abb.3/Abb.4).

Insgesamt waren zu diesem Zeitpunkt rund 1500 Start-ups und innovative Technologieunternehmen durch VC-Fonds, in die KfW Capital investiert ist, finanziert (Abb.5).

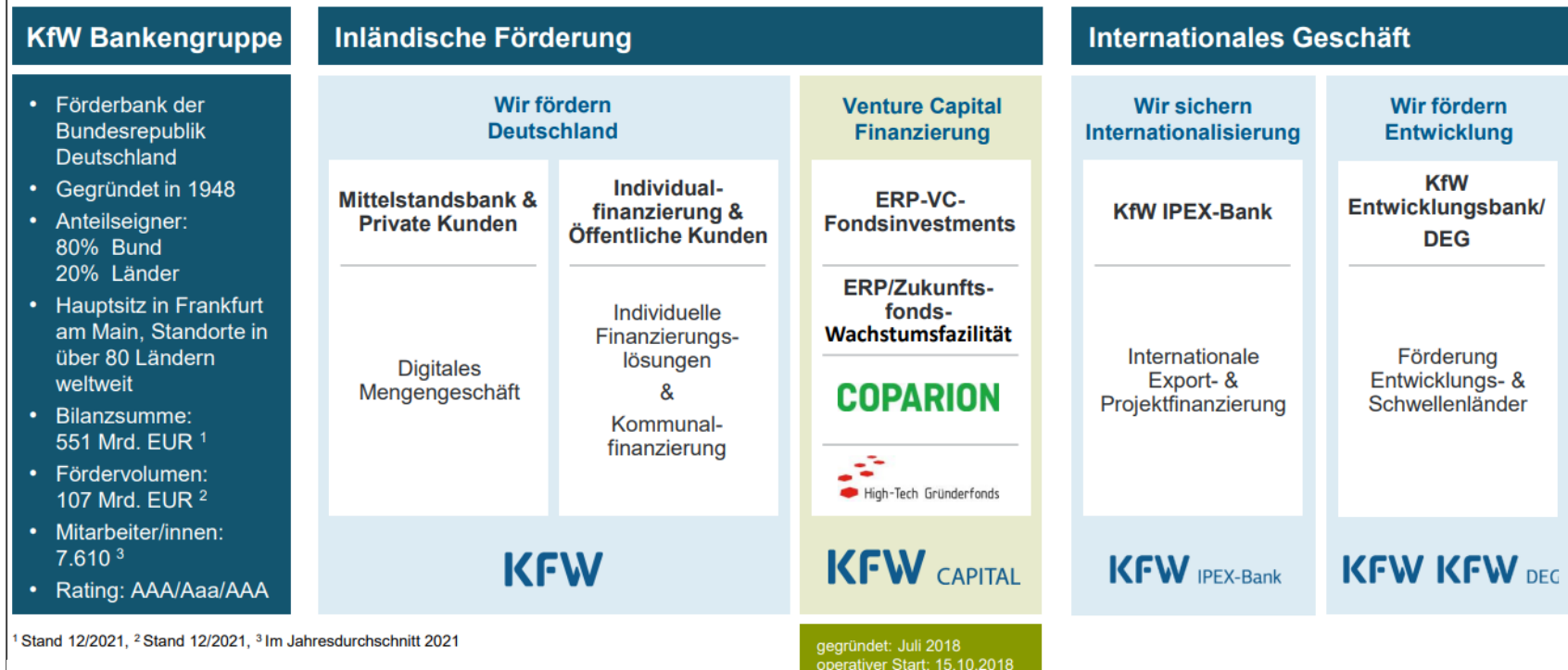
Dabei beteiligt sich KfW Capital stets zu gleichen Konditionen wie private Investoren und investiert nie mehr als 19.9 % des Fondsvolumens.

Im Auftrag des Bundes koordiniert KfW Capital die Bausteine des bis zum Jahr 2030 auf 10 Milliarden Euro anwachsenden Zukunftsfonds, der das VC-Ökosystem in Deutschland nachhaltig stärken wird. Die ersten Bausteine sind erfolgreich gestartet, weitere werden sukzessive entwickelt und eingeführt (Abb.6).

Die intensive Zusammenarbeit zwischen dem Bundesfinanzministerium, dem Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz, der KfW, dem Europäischen Investitionsfonds und dem HTGF für mehr Venture Capital dient der Stärkung der Innovationskraft in Deutschland (Abb.7).

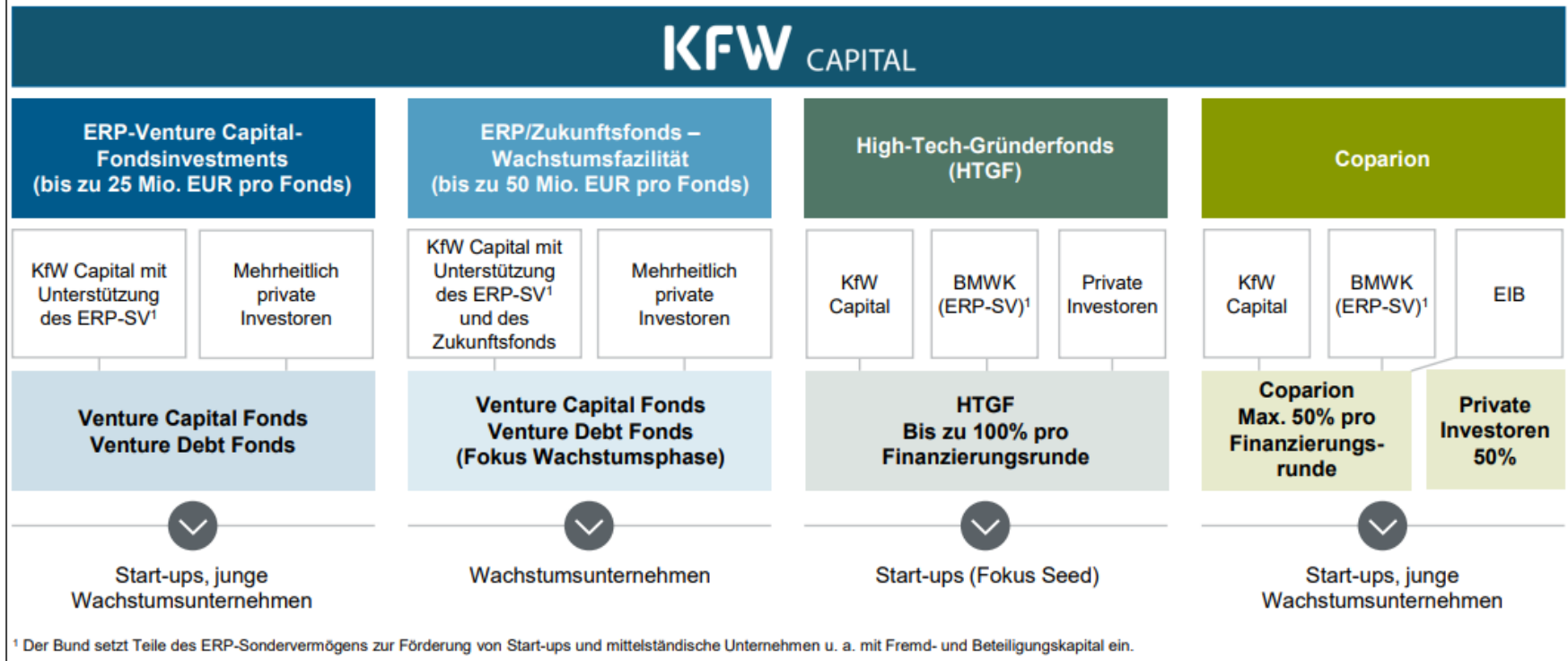
KfW Capital: Eine Tochter der KfW Bankengruppe

Überblick



(Abb. 1)

KfW Capital: Struktur und Beteiligungen



(Abb. 2)

KfW Capital arbeitet mit führenden VC-Investmentunternehmen zusammen

Portfoliobeispiele (Auswahl)



(Abb. 3)

Investmentfokus KfW Capital

mit Unterstützung des ERP-Sondervermögens und des Zukunftsfonds

Geographischer Fokus



- Europäische Venture Capital- und Venture Debt-Fonds, die in Deutschland investieren

Marktkonformität



- Zielfonds müssen marktübliche Due Diligence bestehen
- Pari-Passu-Beteiligung an Zielfonds zu gleichen Bedingungen wie andere Investoren

Finanzierungsform



- Zielfonds beteiligen sich i.d.R. via Kapitalerhöhungen mit Eigenkapital an Unternehmen oder finanzieren diese mit Fremdkapital (Venture Debt-Fonds)

Fondsvolumen u. -währung



- Mind. 50 Mio. EUR Zielfondsvolumen
- bevorzugt Euro, aber auch andere Haupt-/Standard-Währungen möglich

Nachhaltigkeit



- Berücksichtigung von ESG- und Nachhaltigkeits-Aspekten bei Investments

Phase und Sektor



- Seed, Early- und Growth-Stage Zielfonds investieren phasen- und sektor-übergreifend in innovative Technologieunternehmen

Beteiligungshöhe



- max. 75 Mio. EUR
- max. 19,99 % des Fondsvolumens
- mind. 50 % privates Kapital

Unabhängigkeit



- Unabhängige Gesellschafter- & Entscheidungsstruktur des General Partners (Fondsmanagement)

Rahmenbedingungen



- Einhaltung von KYC-Standards
- Keine Evergreen-Strukturen
- First Time-Fonds willkommen
- Anforderung an Zielfonds: keine Buy-Outs & Kauf Anteile Dritter

(Abb. 4)

KfW Capital: Zahlen und Fakten

Mit Unterstützung des ERP-SV (Stand 30.09.2022)

73 VC-Fondsinvestments

rd. 1,4 Mrd. EUR
Commitments

rd. 18 Mrd. EUR
VC-Fondsvolumen, insgesamt



> 1.500
Portfoliounternehmen

Track Record
ERP-VC-Fonds-Investments **7 Jahre**
Coparion **6 Jahre**
HTGF I, II, III **16 Jahre**

> 500
General Partner-Kontakte


(Abb. 5)

Zukunftsfonds > 10 Mrd. EUR bis 31.12.2030

KfW Capital als zentraler Koordinator



Bundesministerium
für Wirtschaft
und Klimaschutz



Bundesministerium
der Finanzen

Zielsetzung

- Bausteine adressieren die Lücke in der **Wachstumsfinanzierung**
- Alle Investitionen stets mit **Deutschlandfokus**
- Hebelung **privaten Kapitals**
- Ausbau** bestehender und **Entwicklung** neuer Finanzierungsinstrumente
- Entwicklung in besonderen **Fokusthemen** vorantreiben
 - Diversity
 - Emerging Manager
 - Innovations- und Transformationsbereiche, beispielsweise Climate Tech, KI und Kreislaufwirtschaft

Bereits gestartete Bausteine


ERP / Zukunftsfonds
- Wachstumsfazilität

Venture Tech
Growth Financing

GFF EIF
Wachstumsfazilität

DeepTech &
Climate Fonds

Mandatare



DeepTech
& Climate
Fonds



High-Tech Gründerfonds



EUROPEAN
INVESTMENT
FUND



(Abb. 6)

Einschätzung aktuelles Marktumfeld

VC-Markt vor Herausforderungen

- › Im Jahr 2022 erlebt VC-Markt nach erfolgreichen Jahren erheblichen „Gegenwind“: Ukraine-Krieg mit Auswirkungen auf die Energieversorgung, steigende Inflationsrate, steigende Zinsen ...
- › VC-Geschäftsklima-Indikator ging zunächst zwar auf Talfahrt, konnte sich im Q3 2022 jedoch stabilisieren.



- › Durch stark eingetrübte Konjunkturaussichten entsteht große Unsicherheit, die die Investitionsbereitschaft institutioneller Fondsinvestoren aktuell verringert.
- › **Mittelfristig** verringertes Angebot an Wagniskapital von VC-Fonds für Start-ups zu befürchten.

VC-Investitionen noch robust

- › VC-Investitionstätigkeit im 1. HJ 2022 in Deutschland trotz verschlechterter Rahmenbedingungen robust.
- › In kommenden Jahren noch vergleichsweise stabile Investitionen in Start-ups zu erwarten; VC-Fonds verfügen über erhebliche Mengen an freien Mitteln („dry powder“).

Positives **Signalling** durch KfW Capital als wichtiger Investor für das Fundraising von VC-Fonds weiterhin von großer Bedeutung.

(Abb. 7)

PERSPEKTIVEN IM WAGNISKAPITALMARKT FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN

FRANK DORNSEIFER

Frank Dornseifer ist Geschäftsführer beim Bundesverband Alternative Investments e.V., Bonn, und verantwortlich für die Verbandsaktivitäten in den Bereichen Politik, Öffentlichkeitsarbeit, sowie Recht und Regulierung (inkl. Kooperationen mit Verbänden, Mitgliedern und Investoren). Er ist seit über 20 Jahren in unterschiedlichen Funktionen im Investment-, Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht aktiv.



Welche Möglichkeiten und Chancen bietet der Wagniskapitalmarkt für institutionelle Investoren? Im Portfolio institutioneller Investoren wie Versicherungsunternehmen, Pensionskassen/-fonds, Versorgungswerke, Banken, Stiftungen & Co. spielt Wagniskapital keine bzw. nur eine untergeordnete Rolle. Traditionell gilt diese Anlageklasse, wie schon der Name sagt, eben als Risikokapital und die Zurückhaltung institutioneller Investoren ist in der Regel auf potenzielle Verlust- bzw. Ausfallrisiken, unsichere/schwache Renditen, etc. zurückzuführen, die aus Sicht der Investoren im Raum stehen.

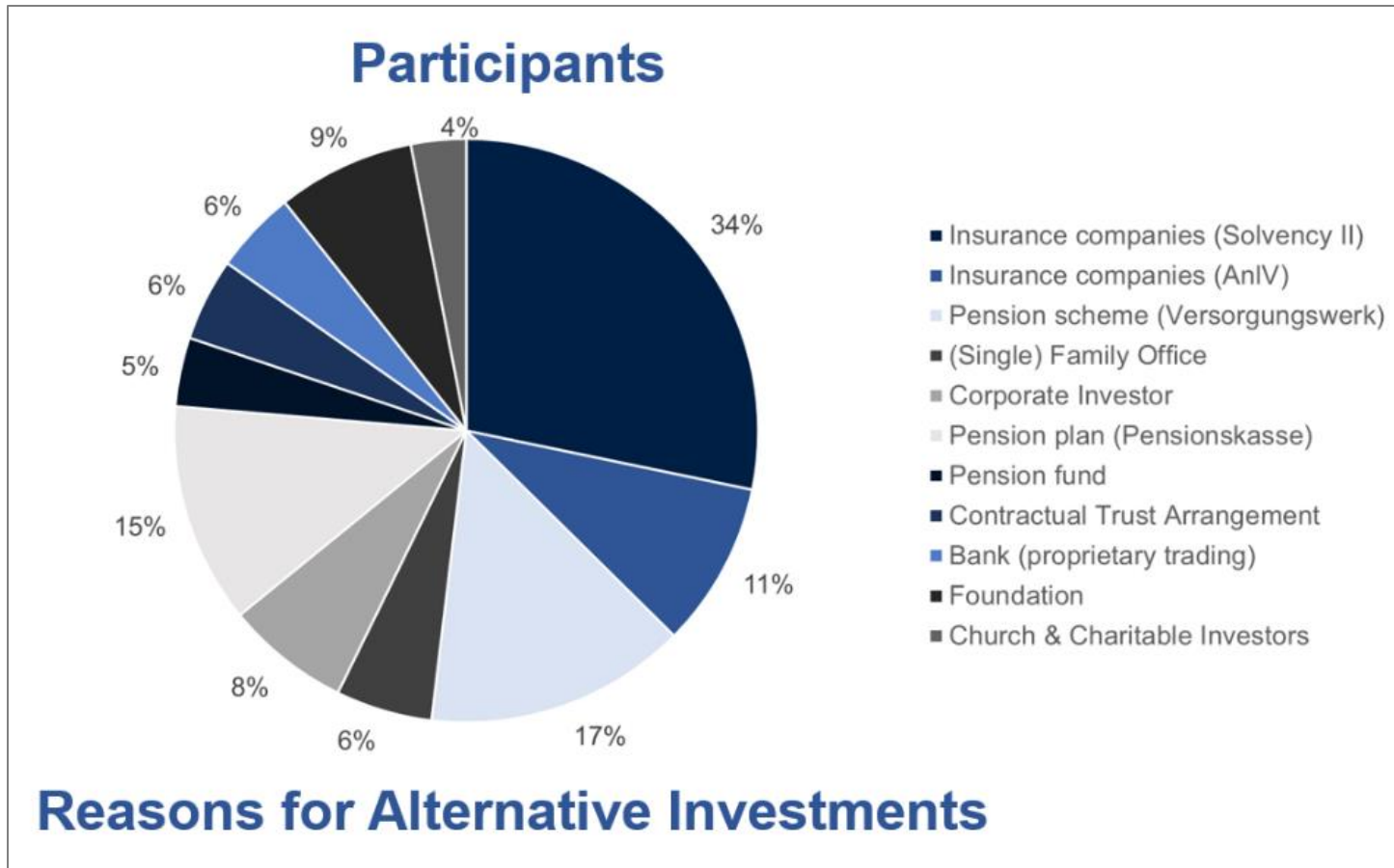
Die regulatorischen Vorgaben bzw. Anforderungen für Anlagen in diesem Segment sind nicht weniger problematisch, zum Teil fehlen eigenständige, auf diese besondere Anlageklasse zugeschnittene Regelungen im Aufsichtsrecht für Investoren in

Gänze (z.B. in der Verordnung über die Anlage des Sicherungsvermögens von Pensionskassen, Sterbekassen und kleinen Versicherungsunternehmen, Anlageverordnung (AnIV)), zum Teil sind diese eher diskriminierend oder inkonsistent (z.B. in der sog. Solvency II Richtlinie für Versicherungen). Insbesondere mit Blick auf den Umstand, dass alternative Anlageklassen und -strategien in den letzten Jahren ein dynamisches Wachstum im institutionellen Portfolio verzeichnen konnten und mittlerweile insgesamt knapp 25% betragen, stellt sich die Frage, warum Wagniskapital nicht bzw. nur zum Teil von diesem Nachfrageschub profitiert hat und welche Ableitungen sich daraus für die Zukunft ergeben.

In diesem Beitrag sollen nachfolgend vor allem rechtliche bzw. regulatorische Aspekte beleuchtet werden, sowie die Relevanz staatlicher Initiativen und Maßnahmen zur Förderung der Start-up Branche auf der einen Seite, aber auch von Investoren, die in diese Branche investieren wollen, auf der anderen Seite.

Bestandsaufnahme

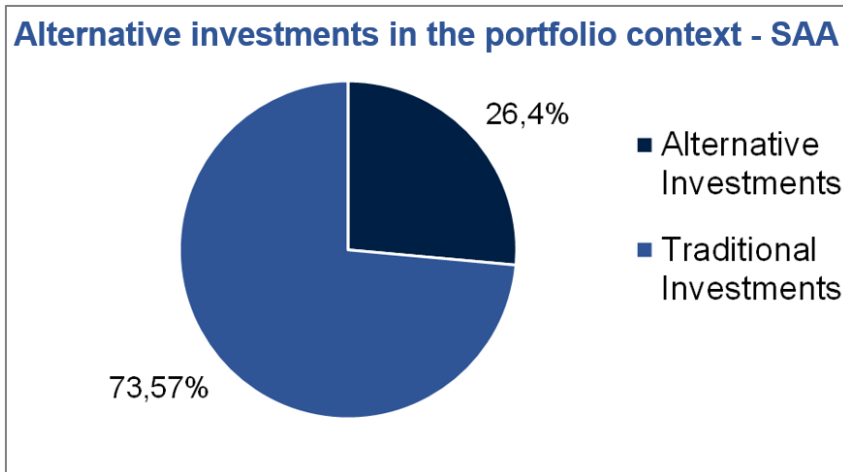
Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) macht es sich seit mehr als 25 Jahren zur Aufgabe, assetklassen- und produktübergreifend die Interessen seiner mittlerweile rund 280 Mitglieder, aber auch der dahinterstehenden Investoren, zu vertreten. Zur strategischen Verbandsarbeit gehört insbesondere auch der jährliche BAI-Investor Survey, eine umfassende Bestandsaufnahme zum institutionellen Portfolio deutscher Investoren aus den Bereichen Versicherungen, Pensionskassen/-fonds, Versorgungswerke, Banken, Stiftungen, etc. (s. Abb.1). Parallel findet eine korrespondierende Befragung einschlägiger Assetmanager aus dem BAI-Mitgliederkreis statt, um die jeweiligen Umfrageergebnisse zu vergleichen und als Benchmark zu setzen.



(Abb.1)

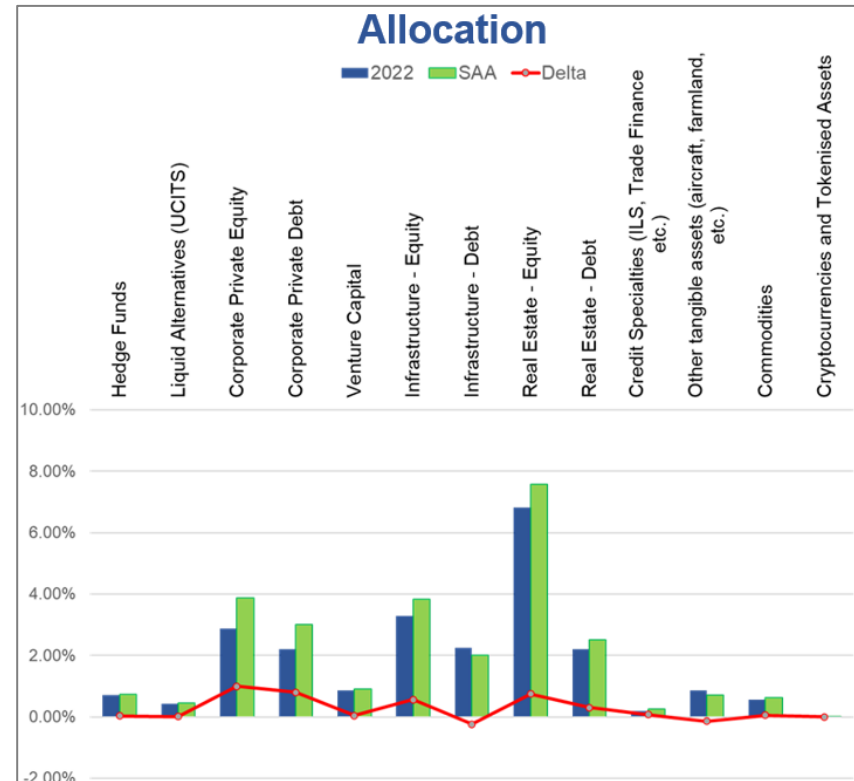
An dem letzten, im November 2022 veröffentlichten, BAI Investor Survey haben insgesamt 106 institutionelle Investoren, welche insgesamt 2.2 Billionen AUM verwalten, teilgenommen. Das Ergebnis repräsentiert, wer und wie - unter anderem - in

Wagniskapital investiert ist. Aktuell beträgt die Allokation in alternative Investments rund 23% (einschließlich Real Estate), wobei im Rahmen der strategischen Asset Allocation (SAA) sogar ein weiterer Ausbau auf rund 26,4% geplant ist (s. Abb. 2).



(Abb. 2)

Grundsätzlich positiv zu bewerten ist der Umstand, dass immerhin 27% der Investoren in Wagniskapital investiert sind und eine Mehrheit dieser Gruppe auch weiterhin in Wagniskapital investieren will. Allerdings beträgt die durchschnittliche Allokation nur rund 1% (s. Abb. 3). Außerdem hat die Umfrage ergeben, dass von den Investoren, die bisher nicht in Wagniskapital investiert sind, lediglich 6% planen, kurz- bzw. mittelfristig erstmals in Wagniskapital zu investieren. Mit anderen Worten: Die Vorbehalte gegen bzw. die Eintrittshürden für die Anlageklasse Wagniskapital sind weiterhin sehr hoch. Zum Vergleich: Private Equity als alternative Anlageklasse ist mittlerweile im institutionellen Portfolio fest etabliert und rund 75% der teilnehmenden Investoren sind investiert, und zwar im Durchschnitt mit rund 3%, wobei in Einzelfällen die Allokation deutlich höher ist, insbesondere bei Pensionskassen/-fonds und Versorgungswerken.



(Abb. 3)

Aktuelle Probleme und Fragestellungen

In Anbetracht dessen, dass institutionelle Investoren verhältnismäßig gering in Wagniskapital investiert sind, kann man sich fragen, welches die richtigen Maßnahmen sind, um Investitionen in diesem Bereich interessanter zu gestalten. Wie bzw. auf welchen Ebenen kann man ansetzen? Wie kann das Ziel erreicht werden, institutionelle Investoren stärker für den Wagniskapitalmarkt zu gewinnen? Dazu sollte

beleuchtet werden, ob der Wagniskapitalmarkt stark und differenziert genug ist und wie man vor allem die Rolle von VC-(Dach-)Fonds als Zugangsvehikel stärken kann. Außerdem ist fraglich, ob staatliche Maßnahmen und Initiativen, wie z.B. staatliche Fondsvehikel (u.a. der privat platzierte KfW-Wachstumsfonds), wirken und ob die jeweiligen Start-up Unternehmen ausreichend unterstützt werden. Nutzt der Staat die ganze Bandbreite an Möglichkeiten und bezieht alle Akteure mit ein? Beispielhaft werden nachfolgend einige Maßnahmen und Ideen für neue Lösungsansätze vorgestellt.

Wagniskapital Maßnahmen und Initiativen

Um den Wagniskapitalmarkt attraktiver zu gestalten, sind verschiedene Programme aufgelegt und Initiativen ins Leben gerufen worden. Ziel ist es, Deutschland zu einem dauerhaft wettbewerbsfähigen Standort für Wagniskapital zu machen und nachhaltiges Wachstum zu generieren.

Die Gesetze (bzw. die dadurch aufgelegten Programme) haben unterschiedliche Adressaten. Zum Teil werden Start-ups direkt, zum Teil Fonds oder auch (institutionelle) Investoren adressiert. Was sie vereint, sind zinsgünstige Kredite, Beteiligungskapital oder Zuschüsse für Gründungsvorhaben oder Wachstumsinvestitionen. Damit sollen Unternehmensgründerinnen und -gründer in allen Phasen unterstützt und Investoren angelockt werden.

Unter den Programmen, die Unternehmen und VC-Fonds adressieren, sind vor allem ERP-VC-Fondsinvestments und die GFF EIF-Wachstumsfazilität hervorzuheben. Zur Veranschaulichung, was hinter diesen Programmen stecken kann, soll ERP-VC-Fondsinvestments näher dargestellt werden: Die KfW Capital beteiligt sich hierbei an Wagniskapitalfonds und Venture Debt-Fonds. Das jährliche Investitionsvolumen des Programms im Auftrag und im Risiko des ERP-Sondervermögens beträgt 180 Mio. EUR. Daneben kann die KfW Capital auch über die ERP/Zukunftsfonds-

Wachstumsfazilität – mit Unterstützung des ERP-Sondervermögens und des Zukunftsfonds des Bundes – investieren. Ziel ist es, das Wagniskapitalangebot für technologieorientierte Start-ups in der Wachstumsphase in Deutschland zu verbessern und dazu beizutragen, die Kapitalangebotslücke in der Start-up- und Wachstumsphase zu schließen. Antragsberechtigt sind Wagniskapitalfonds mit Sitz in Deutschland oder Europa, die die Start-up- und die Wachstumsphase junger Unternehmen abdecken können und die maßgeblich in Deutschland investieren.

Programme, die zwar auf Investoren ausgerichtet sind, ohne aber regulierte institutionelle Investoren wie Versicherer, Pensionskassen/-fonds & Co. ausdrücklich zu adressieren, sind: INVEST, High-Tech Gründerfonds, ERP/EIF-Dachfonds, European Angels Fund Germany und der Deep-Tech Future Fonds. Neu hinzugekommen ist der sog. KfW-Wachstumsfonds, der bisher allerdings nur im Wege der Privatplatzierung vertrieben wurde. Gerade dieses Vehikel könnte bei der Einbindung institutioneller – regulierter – Investoren viel Potenzial haben, da ein Dachfonds schon unter Diversifikationsaspekten deutliche Vorteile aufweist, zudem durch die Einbindung der KfW viel Branchen- und Wagniskapital Know-how eingebracht wird, was wiederum auch den Investoren zugutekommt. Schließlich beinhaltet das Konzept auch unterschiedliche Partizipationsmöglichkeiten, um dem Rendite-Risikoprofil der jeweiligen Investoren gerecht zu werden.

Regulatorische Hürden

Im regulatorischen Kontext wird Venture Capital als Anlageklasse jedoch häufig nicht bzw. nicht dezidiert adressiert, was dazu führt, dass entsprechende Regelungen zum Teil sehr restriktiv und vor allem praxisfern ausgestaltet sind. In der Anlageverordnung sind dies u.a. in der Regel bei Start-ups und Wachstumsunternehmen nicht erfüllbare Bonitäts-Vorgaben, zumal diese dann auf Asset- bzw. Unternehmensebene zu erfüllen sind, und nicht etwa auf Portfolioebene. Immerhin sind

mittlerweile unter der Anlageverordnung zumindest Anteile an sog. Europäischen Risikokapitalfonds nach § 337 KAGB erwerbbar, was einen wichtigen Fortschritt bringt. Ohne entsprechende eigene Expertise und Ressourcen auf Institutsebene sind derartige Anlagen aber dennoch nicht zulässig.

Für Versicherer, die dem Solvency-II-Regelwerk unterliegen, und ebenso CRR-Institute gelten wiederum nachteilige und – im Vergleich mit anderen Anlageklassen – sogar diskriminierende Vorgaben für die Eigenmittelunterlegung auch im Bereich Wagniskapital. Private Equity im Allgemeinen, Venture Capital im Speziellen wird z.B. unter CRR der Kategorie „speculative equities“ zugeordnet und liegt damit über ein Vielfaches höher als andere Anlageklassen, die überhaupt nicht oder nur mit sehr geringen Eigenmitteln zu unterlegen sind, wobei erneut Diversifikationsaspekte bzw. Rendite-Risikoprofile von (Dach-)Fonds nicht bzw. nicht angemessen Berücksichtigung finden.

Immerhin ist zu konstatieren, dass ein über viele Jahre existenter Nachteil für entsprechende VC-Fonds, nämlich die Nicht-Gewährung der Umsatzsteuerbefreiung bei der Management-Fee, die fast allen offenen – traditionellen – Fonds gewährt wurde, mit dem Fondsstandortgesetz ad acta gelegt wurde und nun auch Wagniskapitalfonds im Sinne des Gesetzes ebenfalls befreit wurden, auch wenn diverse Aspekte und der Umfang dieser Befreiung noch nicht abschließend geklärt wurden.

Auswirkungen des Zukunftsfonds und Zukunftsfinanzierungsgesetzes

Der Zukunftsfonds und das geplante Zukunftsfinanzierungsgesetz haben beide das erklärte Ziel, Deutschland als Standort für Investitionen und den Kapitalmarkt attraktiver zu machen, Investoren zu gewinnen und ein Aushängeschild für nachhaltiges Wachstum zu werden.

Mit dem Zukunftsfonds wurden 10 Mrd. EUR für private Wagniskapitalfonds bereitgestellt. Der Fonds umfasst eine Kombination aus quantitativem Ausbau und qualitativer Erweiterung bestehender Finanzierungsangebote. Er beinhaltet auch die Entwicklung neuer Instrumente. So wurden bestehende Module ausgebaut und neue Programme entwickelt. Die vier Säulen des Zukunftsfonds sind: ERP/Zukunftsfonds-Wachstumsfazilität der KfW, GFF EIF Wachstumsfazilität, DeepTech & Climate Fonds (DTCF) und Venture Tech Growth Financing (VGTF 2.0). Ziel ist die Förderung der Finanzierung von innovativen Start-ups in der Skalierungsphase. Insgesamt werden mit dem Zukunftsfonds 30 Mrd. EUR bis 2030 bereitgestellt. Die Mehrheit der Investoren erwartet einen Bedeutungszuwachs für die Sektoren KI, CleanTech, FoodTech/ AgTech sowie HealthTech.

Für Investoren interessant sind vor allem DTCF und VGTF 2.0. Der DTCF investiert als Co-Investitionsfonds nur gemeinsam mit privaten kooperierenden Beteiligungsgebern. Das private Investment wird durch den DTCF im Verhältnis von mindestens 30% (privat) zu bis zu 70% (öffentlich) gespiegelt. Dafür ist der Betrag pro Unternehmen über alle Finanzierungsrunden auf 30 Mio. EUR begrenzt. In der ersten Finanzierungsrunde wird der DTCF mindestens 1 Mio. EUR investieren. Der DTCF finanziert auch „Buy&Build“-Strategien und kann so bestehenden Gesellschaftern im Rahmen eines Anteilskaufs eine Exit-Möglichkeit bieten. Der Fonds beschränkt sich stets auf einen Minderheitsanteil von unter 25% der Stimmrechte, analog zu allen anderen öffentlichen Investitionsfonds.

Auf privater Seite adressiert der DTCF ein breites Spektrum an potenziellen Co-Investoren wie Evergreen-Fonds, börsennotierte Beteiligungsgesellschaften, Stiftungen, Family Offices, Privatunternehmen, aber auch Business Angels, die die Möglichkeit haben, längerfristig an einem Investment festzuhalten. Der VGTF 2.0 wiederum setzt für eine Finanzierung aus dem KfW-Programm die Einbindung eines

privaten Kreditgebers als Finanzierungspartner mit einem Finanzierungsanteil von in der Regel 50% zu gleichen Bedingungen voraus (pari passu).

Beim Zukunftsfinanzierungsgesetz schließlich handelt es sich um ein ambitioniertes Gesetzesvorhaben der Bundesregierung. Bisher gibt es nur ein veröffentlichtes Eckpunkte-Papier vom Juni 2022. Hierin sind finanzmarktrechtliche und steuerrechtliche Änderungen beschrieben, um insbesondere die Attraktivität des Aktienmarktes zu steigern. Einschlägige geplante Maßnahmen in diesem Kontext sind das Erleichtern des Börsengangs bzw. Zugangs zum Aktienmarkt für Private, die Digitalisierung der Kommunikation mit der BaFin, die Verbesserung der Möglichkeit für Mitarbeiterkapitalbeteiligungen, sowie die (Erweiterung der) Umsatzsteuerbefreiung für die Verwaltung von Wagniskapitalfonds, die mit dem Fondsstandortgesetz eingeführt wurde, über diesen Fondstypus hinaus auf weitere – alternative – Investmentfonds. Ein erster Gesetzesentwurf wird im Frühjahr erwartet. Das Inkrafttreten des Gesetzes ist – vorläufig – für den Herbst 2023 anvisiert.

Ausblick

Zunächst bleibt es bei einer eher nüchternen Bestandsaufnahme, nicht nur aus Sicht der institutionellen Investoren: Vorbehalte und Risikoaversion gegenüber der Assetklasse treffen auf eine inkonsistente bzw. prohibitive Regulatorik auf Investorenebene und diese wiederum auf einen fragmentierten und zu kurz greifenden Wettbewerbsrahmen für die Start-up Branche selbst. Das klingt zunächst nach Bermudadreieck und Schiffbruch. Doch gerade die Entwicklung der letzten Jahre zeigt, dass mittlerweile eine Aufbruchstimmung herrscht, die aktuell allerdings durch gravierende makroökonomische und geopolitische Verwerfungen und Probleme wieder ausgebremst wird, wahrscheinlich über das Jahr 2023 hinaus. Und genau deshalb ist es jetzt wichtiger denn je, dass beherzte Initiativen wie das Zukunftsfinanzierungsgesetz gestartet und Maßnahmen wie der Zukunftsfonds in all seinen

Facetten umgesetzt werden. Und insbesondere der KfW-Wachstumsfonds könnte sich als Erfolgs- und Vorzeigemodell für die Einbindung institutioneller – regulierter – Investoren entwickeln. Der bisher nur im Wege der Privatplatzierung vertriebene Fonds stößt auf eine rege Nachfrage. Es gibt also einen Weg aus dem deutschen Bermudadreieck Venture Capital.

DER BÖRSENGANG: EXITSTRATEGIE ODER WACHSTUMSFINANZIERUNG?

CARSTEN HUTH

Carsten Huth ist als Vice President im Bereich „Capital Markets & Corporates“ für die Deutsche Börse in Berlin tätig. Hier unterstützt er insbesondere VC-finanzierte Wachstumsunternehmen auf ihrem Weg zum Börsengang. Zudem hat er mehrere strategische Projekte an der Schnittstelle zu Public und Private Equity maßgeblich unterstützt. Zuvor arbeitete er in verschiedenen Funktionen beim Start-up Inkubator und Investor Rocket Internet sowie bei internationalen Banken.



Einleitung

Die Stärkung des Finanzierungskreislaufs hat für das Start-up Ökosystem eine essenzielle Bedeutung. Insbesondere Exits nehmen eine besondere Rolle ein als unverzichtbarer Baustein eines geschlossenen Finanzierungskreislaufs.

Es gibt unterschiedliche Exit-Formen, die beiden wesentlichen Varianten sind:

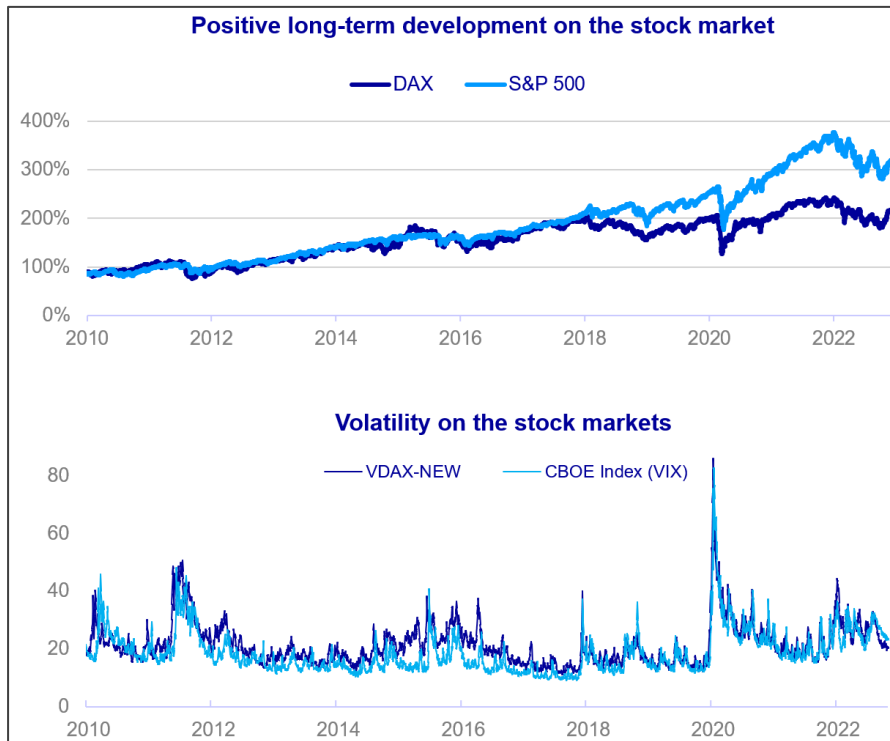
- der teilweise oder vollständige Unternehmensverkauf an einen Investor oder ein anderes Unternehmen
- der Börsengang (Initial Public Offering [IPO])

Dieser Beitrag fokussiert den Börsengang und gibt zunächst einen Überblick zum globalen Kapitalmarktumfeld sowie zur IPO-Entwicklung an der Frankfurter Wertpapierbörse im letzten Jahr. Zudem wird die Verteilung innerhalb der Exit-Optionen von Venture Capital-finanzierten Wachstumsunternehmen aufgezeigt und das

Angebot der Deutschen Börse, Start-ups auf dem Weg zum Börsengang zu begleiten. Der Beitrag schließt mit einer Zusammenfassung zum aktuellen IPO-Markt.

Kapitalmarktumfeld 2022

Das globale Kapitalmarktumfeld im Jahr 2022 war durch mehrere makroökonomische Herausforderungen geprägt. Insbesondere geopolitische Risiken, wie der Angriffskrieg auf die Ukraine, aber auch eine hohe Inflation, steigende Energiepreise und geldpolitische Maßnahmen der Zentralbanken charakterisierten das Marktumfeld. Zudem belasteten im letzten Jahr ebenfalls Corona-bedingte Verzögerungen in den globalen Lieferketten die Märkte. Nach Jahreshöchstständen direkt zu Beginn des Jahres erlebten die Aktienmärkte eine deutliche Korrektur im Jahr 2022, die besonders stark bei Technologie-Unternehmen ausgeprägt war. Der Jahresverlauf war geprägt durch eine hohe Volatilität, die sich zum Jahresende reduzierte. Die Märkte konnten sich etwas erholen (Abb. 1).



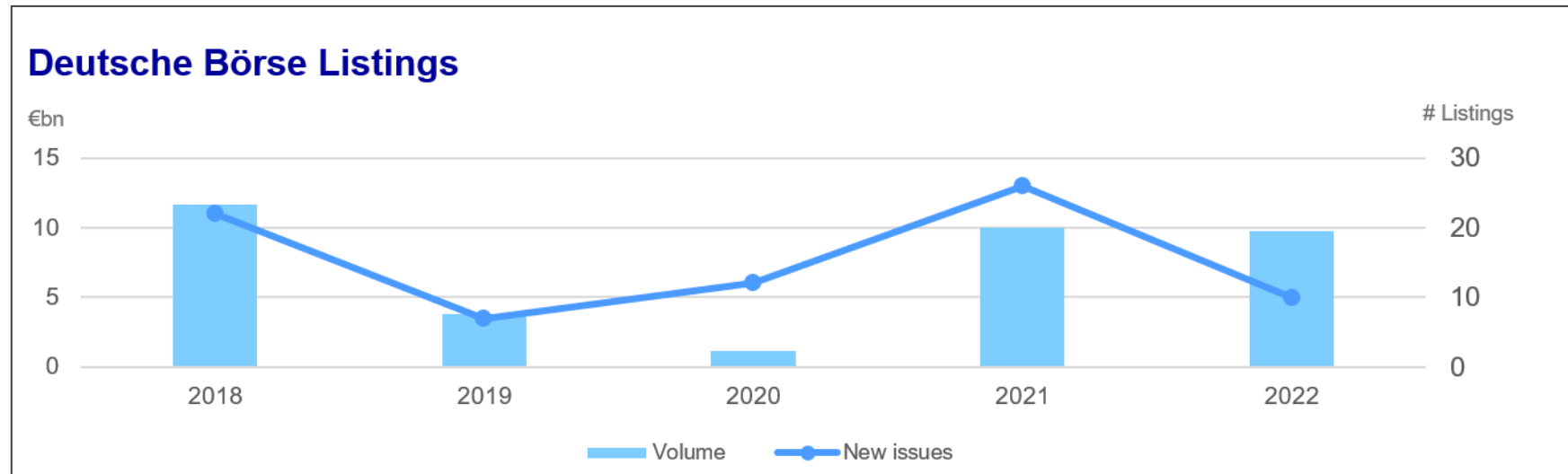
(Abb. 1)

Entwicklung der Börsengänge an der Frankfurter Wertpapierbörse

Während im Jahr 2021 noch insgesamt 23 Unternehmen an der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet wurden, sank die Zahl der Listings auf 10 im Jahr 2022. Im Jahresvergleich blieb das Emissionsvolumen im Jahr 2022 mit rund 9,7 Mrd. EUR jedoch nahezu stabil (Abb. 2).

Dies ist vor allem auf den Börsengang der Porsche AG zurückzuführen. Der Sportwagenhersteller wurde am 29. September 2022 im Prime Standard gelistet. Mit einem Platzierungsvolumen von rund 9,4 Mrd. EUR verzeichnete das Unternehmen den größten europäischen Börsengang der letzten 10 Jahre. Ohne diese Emission hätte das Gesamtvolumen im Jahr 2022 weniger als 400 Mio. EUR betragen.

Für ein weiteres positives Signal in einem ansonsten schwierigen Marktumfeld sorgte das Listing der Cantourage Group SE. Das in Berlin ansässige Start-up ist spezialisiert auf die Produktion und den Vertrieb von medizinischen Cannabisprodukten. Das Listing am 11. November 2022 erfolgte im Scale Segment der Deutschen Börse, das besonders geeignet ist für kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) sowie Wachstumsunternehmen. Cantourage markierte damit zugleich das letzte Listing im Jahr 2022 an der Frankfurter Wertpapierbörse.



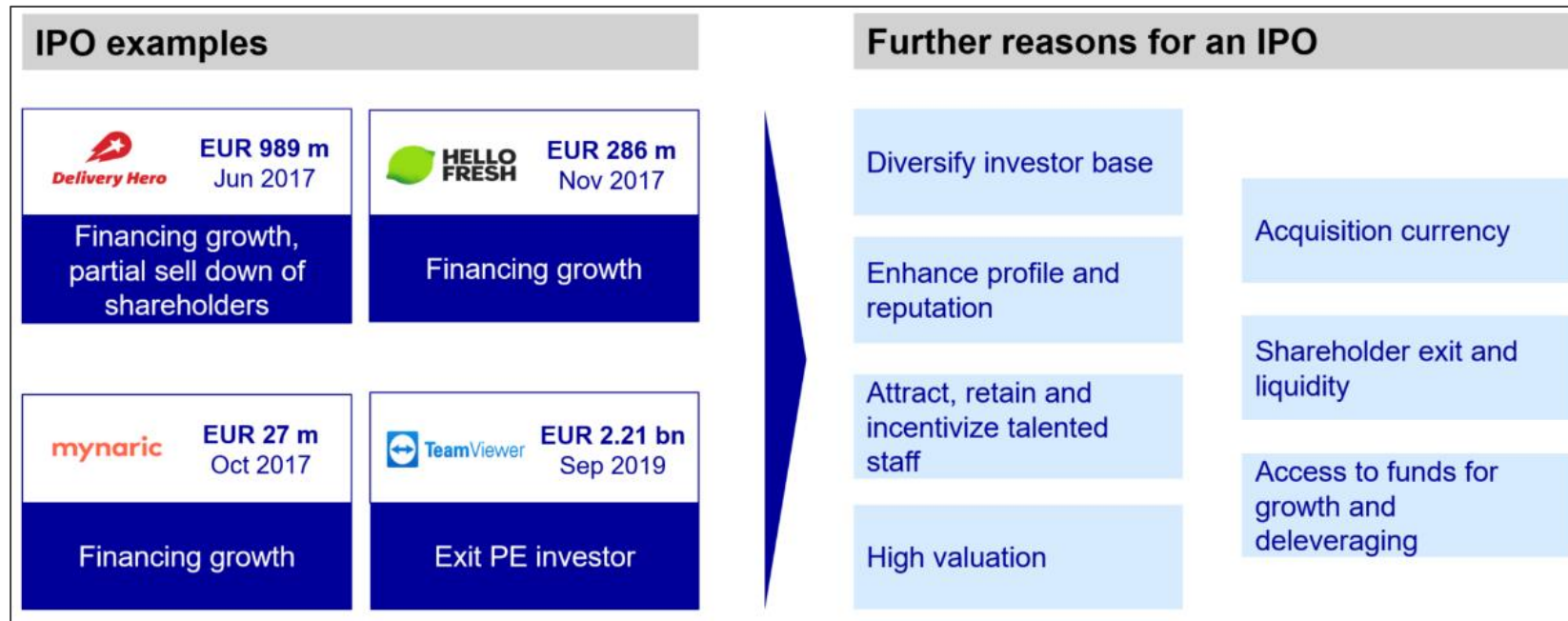
(Abb. 2)

Gründe für einen IPO und Exit-Routen für VC-finanzierte Unternehmen

Der Zugang zum Kapitalmarkt bedeutet eine stabile, unabhängige Finanzierungsquelle. Daher ist der Gang an die Börse ein bedeutender Meilenstein in der Geschichte eines jeden Unternehmens. Es gibt eine Vielzahl von weiteren Gründen für diese wegweisende Unternehmensentscheidung:

- Der Börsengang verleiht Unternehmen enorme Sichtbarkeit bei nationalen wie internationalen Investoren, Kunden und Arbeitskräften,
- er stützt strategische Entscheidungen, wie beispielsweise das Erschließen neuer Märkte oder die Auslagerung des Unternehmensanteils
- und eröffnet Optionen zur Nachfolgeregelung im Unternehmen.

Dabei sind die Motive für einen Börsengang so individuell wie jedes Unternehmen selbst. Es gibt nicht den einen typischen IPO-Kandidaten, sondern eine Vielzahl von Gründen für den Weg an den Kapitalmarkt (Abb. 3).



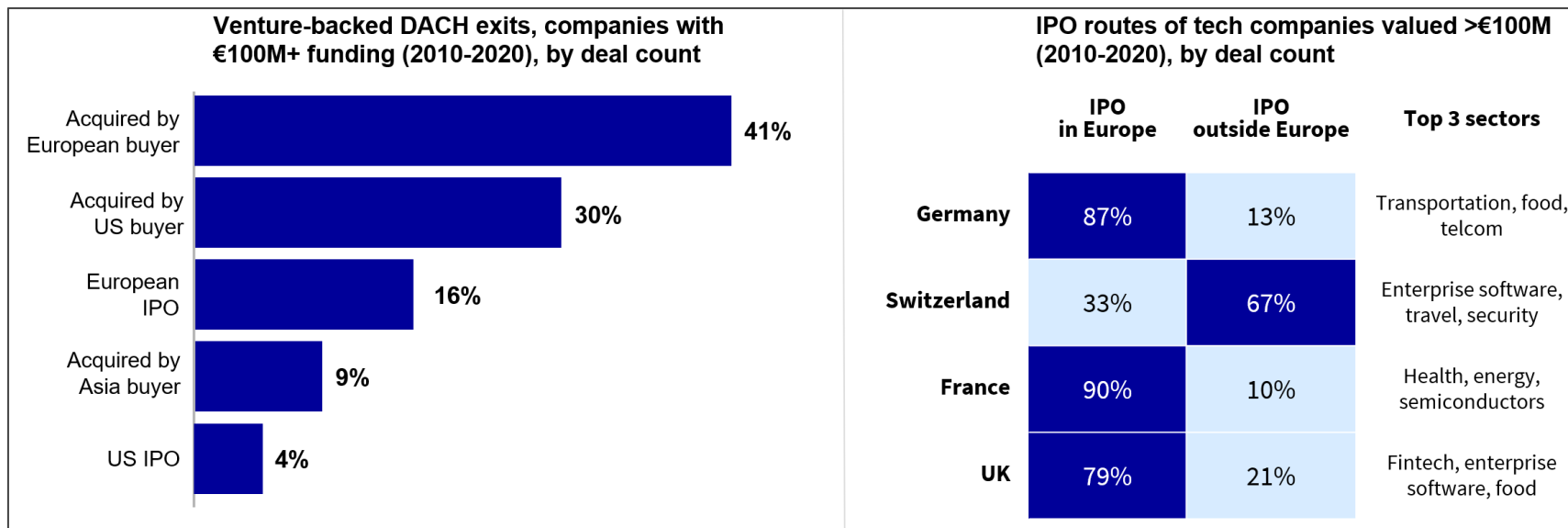
(Abb. 3)

Doch wie verhält sich der IPO im Vergleich zu anderen Exit-Optionen für VC-finanzierte Unternehmen? Eine [Untersuchung von Dealroom.co und der Deutschen Börse](#) ergab, dass insgesamt 20% aller Exits europäischer Wachstumsunternehmen mittels Börsengang erfolgten. 16% entfielen auf einen IPO an einer europäischen Börse, 4% auf ein US-Listing (Abb. 4) und 80% auf einen Unternehmensverkauf. Darüber hinaus zeigt der Bericht ein ausgeprägtes Heimatmarktprinzip von 87% bei der Auswahl eines europäischen Börsenplatzes gegenüber einem Listing außerhalb Europas.

Trotz der geringeren Anzahl an Börsengängen im Vergleich zu Akquisitionen, entfällt auf IPOs ein überproportionaler Anteil der Exit-Erlöse. So zeigt eine [Untersuchung des Startup-Verbandes](#), dass das durchschnittliche Volumen bei einem Börsengang bei ca. dem sechsfachen gegenüber einer Akquisition liegt.

Zudem ist die Wahl des Börsenplatzes eine wichtige Weichenstellung in der weiteren Unternehmensentwicklung. Ein außereuropäischer Börsenplatz kann das Gravitationszentrum des Unternehmens verschieben – und schwächt die europäische

Wettbewerbsfähigkeit, da die einhergehende Wertschöpfung außerhalb Europas stattfindet.



(Abb. 4)

Viele Wege führen an die Börse. Während der traditionelle Börsengang die bekannteste Form der Kapitalmarktfinanzierung ist, gibt es weitere Möglichkeiten für eine Börsennotierung:

IPO: Der traditionelle Börsengang steht für die Notierung der Aktien eines Unternehmens an einen organisierten Kapitalmarkt. Im Rahmen eines öffentlichen Angebots

werden neue Aktien in Form einer Kapitalerhöhung begeben oder Aktien von bestehenden Aktionären angeboten.

Direct Listing: Bei einem Direct Listing werden die bestehenden Aktien (Gründer-, Mitarbeiter- und Investorenaktien) ohne Kapitalerhöhung an die Börse gebracht.

SPAC: Ein SPAC („Special Purpose Acquisition Company“) ist eine Mantelgesellschaft ohne eigenen Geschäftsbetrieb. Ihr einziges Ziel ist es, durch eine Börsennotierung Kapital aufzunehmen, dessen Erlös anschließend dazu verwendet wird,

innerhalb eines begrenzten Zeitraums ein nicht-börsennotiertes Unternehmen zu erwerben und dieses indirekt an die Börse zu bringen.

Carve-out/Spin-off: Beim Carve-Out oder Spin-off werden Unternehmensteile eines bereits an der Börse notierten Unternehmens ausgegliedert, abgespalten und verkauft – und als eigenständiges Unternehmen an die Börse gebracht.

IPO-Bonds: IPO-Kandidaten können Wandelanleihen oder Anleihen mit Aktienoptionen verwenden, kombiniert mit einer direkten Notierung der geschaffenen Aktien am IPO-Ausübungstag.

Capital Market Readiness by Deutsche Börse

Auf dem Weg an den Kapitalmarkt steht die Deutsche Börse interessierten Unternehmen zur Seite – und das schon lange vor einem Börsengang. Denn dieser Schritt muss gut durchdacht und vorbereitet werden. Zahlreiche Unternehmen haben der Deutschen Börse bereits ihr Vertrauen geschenkt und mit ihrer Notierung an der Frankfurter Wertpapierbörse wichtige Weichen für ihre Zukunft gestellt. Es ist der Erfolg dieser Unternehmen, der Frankfurt zu einem der weltweit attraktivsten Plätze für Börsengänge macht.

Die Unterstützung von Börsenkandidaten auf dem Weg zum IPO erfolgt durch ein breites Angebot zur Stärkung der Kapitalmarktfähigkeit der Unternehmen. Die Deutsche Börse gibt dabei breiten Zugang zu ihrer IPO-Expertise, Netzwerk und Services in den Bereichen „Education“, „Introduction“ und „Assistance“ (Abb. 5).

Hervorzuheben ist das Deutsche Börse Venture Network als Pre-IPO-Initiative für Wachstumsunternehmen. Das Netzwerk steht für Expertise im Bereich der Kapitalmarktfinanzierung und bietet Kontakte zu relevanten Akteuren im Venture Capital- und Kapitalmarkt-Ökosystem. Die Community umfasst Gründerinnen und Gründer

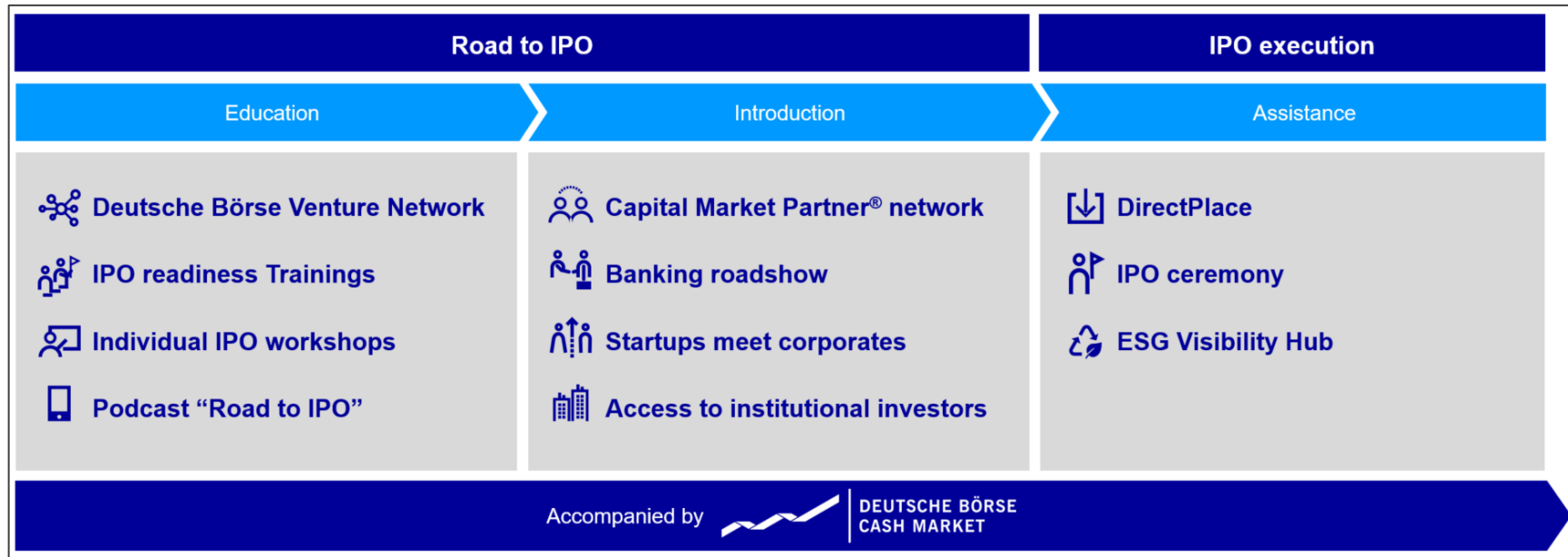
sowie VC- und PE-Investoren aus ganz Europa. Von der Pre-IPO- und Kapitalmarktfinanzierung bis hin zu ESG- und Nachhaltigkeitsthemen: Als erfahrener Community-Builder treibt das Netzwerk Innovationen im europäischen Tech-Ökosystem voran.

Ein Event-Höhepunkt sind die regelmäßig stattfindenden Capital Market Days von Seiten der Deutschen Börse. Hier erhalten Börsenkandidaten Wissen von IPO-Experten, erweitern ihr Netzwerk und lernen, wie sie ihr Unternehmen erfolgreich an die Börse bringen können. Neben Best-Practices zur IPO-Vorbereitung, Strategien für den Übergang zu einem börsennotierten Unternehmen und Aufbau einer überzeugenden Equity Story inkl. ESG-Kriterien werden auch Themen zum aktuellen IPO-Markt behandelt.

Zusammenfassung

Der europäische und globale IPO-Markt ist im Jahr 2022 sowohl beim Volumen als auch bei den Erlösen deutlich zurückgegangen. IPO-Kandidaten und Investoren waren mit zahlreichen makroökonomischen Herausforderungen, Marktunsicherheiten, zunehmender Volatilität und fallenden Aktienkursen konfrontiert. Vor allem der Technologiesektor war von den Marktrückgängen betroffen und SPACs hatten Schwierigkeiten, geeignete Übernahmeziele zu finden. Der Rekord-Börsengang der Porsche AG an der Frankfurter Wertpapierbörse war mit einer Marktkapitalisierung von 76,5 Mrd. EUR der größte europäische Börsengang in diesem Jahrzehnt.

Im Jahr 2022 mussten viele aussichtsreiche Technologieunternehmen ihre IPO-Pläne aufschieben. Zeitgleich verzeichnete die Deutsche Börse eine steigende Nachfrage nach IPO-Readiness-Formaten, denn Börsenkandidaten sollten gut vorbereitet sein, wenn sie in einem kommenden IPO-Fenster mit Kapitalmarktinvestoren in Kontakt treten. Die „Capital Market Readiness“ Formate der Deutschen Börse bieten dafür eine ideale Vorbereitung.



(Abb. 5)

Abschließend lässt sich somit festhalten, dass ein Börsengang beides bietet: Sowohl einen permanenten Zugang zum Kapitalmarkt und Wachstumsfinanzierung für Unternehmen als auch eine attraktive Exit-Option für bestehende Investoren eines Unternehmens.



II. RAHMENASPEKTE ERFOLGREICHER START-UP FINANZIERUNG

START-UPS AUF DEM RÜCKZUG: BRAUCHEN WIR EIN STAATLICHES GEGENSTEUERN?

DR. JOHANNES VELLING

Dr. Johannes Velling ist Abteilungsleiter „Digitalisierung, Start-ups und Dienstleistungen“ im Ministerium für Wirtschaft, Industrie, Klimaschutz und Energie (MWIKE) des Landes NRW. In den vergangenen fast fünf Jahren hat er in Nordrhein-Westfalen dazu beigetragen, über neue Förderansätze wie die Exzellenz Start-up Center, dem NRW-Gründerstipendium, dem Programm Scale-up.NRW und der Neuausrichtung der diesbezüglichen NRW.BANK Programme dem Start-up Geschehen neue Impulse zu geben. Zuvor war er mehr als zehn Jahre im Bundeswirtschaftsministerium an der Entwicklung der heutigen Förderarchitektur des Bundes für Start-ups maßgeblich beteiligt.



Das Jahr 2022 wird als Jahr der Zäsur, bei der in jüngster Zeit so erfreulichen Entwicklung im Start-up Geschehen eingehen. Wurden 2021 noch so viele Start-ups gegründet wie noch nie zuvor – (gemäß dem Start-up Detektor ein Plus von 11%), hat sich seit Mitte des Jahres 2022 der Wind gedreht. Im zweiten Halbjahr 2022 werden wir wohl ein gutes Drittel weniger neu entstandene Start-ups zählen als ein Jahr zuvor. Einen guten Teil tragen auch die Investoren dazu bei: Nach dem Überbietungswettbewerb vieler Venture Capitalisten mit immer höheren Bewertungen für eine immer weniger greifbare Wachstumsstory ist ein neuer Realismus

eingekehrt. Plötzlich zählt wieder Kosteneffizienz, neuerdings sind Run-Rates von bis zu 24 Monaten gefragt, denn die Geldgeber halten ihre Kassen zunächst verschlossen. Zweifelsohne sitzen gerade Venture Capitalisten noch auf prall gefüllten Kassen, war doch das Fundraising-Geschehen noch bis Anfang des Jahres auf Rekordniveau. Doch dieses Geld wird erst einmal zurückgehalten, vielen Investoren sind die Bewertungen angesichts eines weltweiten Umfelds einer Stapelkrise immer noch zu hoch. Und den neuen Fonds sind mitunter auch die Koinvestoren ausgegangen – halten die Fonds mit älterem Vintage ihr Geld doch erst einmal zusammen und konzentrieren sich auf ihre bestehenden Portfolios.

In seiner neuen Ausgabe von „State of European Tech“ berichtet der Wagniskapitalgeber Atomico denn auch von einem massiven Einbruch der Wagniskapitalinvestitionen gerade in Deutschland. Für das laufende Jahr rechnet er mit einem Rückgang von 19 auf knapp 11 Milliarden Dollar. Atomico spricht von einem zweigeteilten Jahr. Im ersten Halbjahr wurde noch 4% mehr in Deutschland investiert im Vorjahresvergleich, der Gesamtrückgang kam vollständig durch die zweiten sechs Monate zustande. Zugleich berichtet er, dass auch bei den Unicorns eine Trendumkehr eingesetzt hat: Immerhin 45 europäische Unternehmen, die 2021 noch mehr als eine Milliarde Dollar Bewertung auf die Waagschale gebracht haben, sind in 2022 „entöhrt“ worden. Das konnten dann auch nicht die neuen 31 entstandenen Einhörner ausgleichen. Wo die Kurse an den Technologiebörsen der Welt deutlich rückläufig waren – allein der NASDAQ100 gab um ein Drittel nach – und das IPO-Fenster praktisch überall wieder vollkommen geschlossen ist, fehlt vielfach die Fantasie, neue Wachstumsunternehmen durch eine Höherbewertung über die Unicorn-Schwelle zu heben.

Was ist in einer solchen Start-up Krise die Aufgabe des Staates? Sollte er intervenieren oder sollte er vielleicht bewusst eine gewisse Marktkonsolidierung in Kauf nehmen? Bislang jedenfalls sind Bundesregierung wie auch die Landesregierungen

in der aktuellen Krise nicht mit Aktionismus in Erscheinung getreten. Das war zur Corona-Zeit ganz anders. Damals hatte die Bundesregierung ein Zwei-Säulen-Programm aufgelegt, bei dem sie in Säule II mit den Landesförderinstituten der Bundesländer zusammenarbeitete. Zweifelsohne war die Situation zu Beginn der Corona-Zeit sehr viel dramatischer. Ende März bis Anfang Mai 2020 hat die deutsche Wirtschaft in vielen Bereichen einen Schockstarre erfasst, die Wirtschaftsaktivität ist in manchen Bereichen vollkommen zum Erliegen gekommen. Gleiches galt für die Neugründungen, die im Frühjahr 2020 massiv einbrachen. Es war ein plötzliches Ereignis, mit dem keiner gerechnet hatte – das unterschied die Situation damals von heute, wo der aktuelle Rückgang sich über viele Monate herausgebildet hatte. Hätte man allerdings damals schon gewusst, wie schnell sich die Wirtschaft und damit auch die Start-up Szene und die Investorenlandschaft wieder erholt, wäre es wohl kaum notwendig gewesen, ein 2-Mrd. €-Programm aufzulegen. Hätte, hätte ... mit einer solchen schnellen Erholung konnte im Frühjahr 2020 keiner rechnen.

Die Erfahrungen mit dem Corona-Schutzschirm für Start-ups zeigen allerdings, wie schwierig es für die öffentliche Hand ist, konjunkturellen Einbrüchen in Teilbereichen der Wirtschaft durch strukturelle Programme entgegenzuwirken. Ein anderes Beispiel einer prozyklischen Politik im Venture Capital Bereich war etwa das BTU-Programm um die Jahrtausendwende, als die Konstruktion des Programms Boom und Niedergang im VC-Bereich jeweils verstärkt hatte und zu spät entgegengesteuert wurde. Je komplexer die Maßnahme ist – und das war sie beim Corona-Schutzschirm und im BTU-Programm durchaus – desto länger braucht es, das Programm aufzusetzen und desto größer ist die Gefahr, mit der Maßnahme zu spät zu kommen. Daher spricht viel dafür, Gegensteuern durch staatliche Programme nur sehr bedacht einzusetzen und stattdessen Programme während rezessiver Phasen konstant durchzuziehen. Ein Beispiel hier ist der High-Tech Gründerfonds, der sich praktisch über die gesamte Laufzeit seit Auflage des Fonds im Jahr 2005 immer an 40 Start-ups pro Jahr beteiligt hat. Damit wirkte er in Phasen wie der Finanz- und

Wirtschaftskrise wie ein Stabilitätsanker, während er in den letzten Jahren der Boom-Phase bewusst Marktanteile im Seed-Segment aufgegeben hat. Auch die Programme EXIST-Gründerstipendium und EXIST-Forschungstransfer vergeben die Zuschüsse Zyklen unabhängig im Rahmen der verfügbaren Haushaltsmittel. Und das INVEST-Programm wurde zwar in Reaktion auf wiederholte Evaluationen strukturell angepasst, aber nicht am Konjunkturgeschehen orientiert. Wahrscheinlich wird man die Haushaltsmittel des Bundes für Start-ups im Jahr 2022 und 2023 kaum benötigen, werden sich die rückläufigen Gründungszahlen doch auch in den Antragszahlen widerspiegeln. Im NRW-Gründerstipendium ist das bereits deutlich sichtbar. Die oben beschriebenen Rückgänge in den Gründungszahlen lassen sich praktisch 1:1 auch in einem Rückgang der Antragszahlen beobachten.

Manche Wagniskapitalgeber versprechen uns ein „Tal der Tränen“ bis zum Jahr 2024. Doch aller Erfahrung nach geschieht der Aufschwung genauso schnell und unerwartet, wie es auch zuvor nach unten ging. Daher sollten wir uns nicht den Optimismus nehmen lassen, bereits im Jahr 2023 eine Trendwende zu erleben, die wieder mehr dynamische Unternehmerpersönlichkeiten den Weg in die Selbstständigkeit ebnet.



ANGEL INVESTOREN ALS PARTNER ÖFFENTLICHER FINANZIERUNGSTRUMENTE

MATTHIAS HELFRICH

Matthias Helfrich beschäftigt sich seit über 20 Jahren mit Start-up Finanzierungen, zunächst als Gründungspartner eines Corporate-VC im Energiebereich. Nach Jahren als Gesellschafter und CFO eines erfolgreichen Technologieunternehmens im Smart-Energy Umfeld startete er 2014 mit der MGH seine eigene Gesellschaft, die aktuell 15 aktive Beteiligungen hält. Darunter befinden sich vielversprechende Start-ups, wie Aivy, DriveDressy, Meet5, MotionTag, Ostmost, Sirplus, StackFuel Talque, vGreens, vilisto und YAPU. 2019 gründete er das InvestorenNetzwerk Wiesbaden (INWI) e.V., deren Vorstand er seitdem ist. 2021 wurde er von BAND als Business Angel des Jahres ausgezeichnet.



Nicht selten sind Stimmen aus der Politik vernehmbar, die spürbare Skepsis zeigen, wenn es darum geht, dass Business Angels direkt oder indirekt mit staatlichem Geld in Berührung kommen sollen. Handelt es sich nach landläufiger Meinung doch um eine Personengruppe, die als vermögend angesehen werden kann. Und somit kann es doch nicht Aufgabe des Staates sein, das Wirken dieser Personengruppe in irgendeiner Weise öffentlich mitzufinanzieren!

Diese Sichtweise verkennt in hohem Maße die volkswirtschaftliche Dimension, die von Business Angels Finanzierungen ausgeht. Der These, dass es ohne Business Angels kaum Start-ups geben würde, die in der Folge mit Hilfe von VC-

Finanzierungen Scale-up Status erreichen können, ist sicherlich nicht viel entgegenzusetzen. Oder anders formuliert: Wenn es keine Business Angels gäbe, würde es kaum erfolgreiche Start-ups geben. Dies klingt vielleicht etwas provokant – zeigt aber dennoch die Bedeutung der Business Angels für die Weiterentwicklung der deutschen Wirtschaft im Allgemeinen.

Die Rolle, die beginnend in den 50er Jahren bis weit hinein in die 90er Jahre zum Aufbau der „Deutschland AG“ durch Banken eingenommen wurde, ist heute durch Eigenkapitalinvestoren zu leisten. Umfangreiche Regularien verbieten es den Geschäftsbanken, Unternehmen Fremdkapital zur Verfügung zu stellen, solange noch keine Kapitaldienstfähigkeit existiert. Damit können sich fast ausnahmslos Gründerinnen und Gründer den Weg in die Firmenkundenabteilungen der Geschäftsbanken sparen.

Der Vorteil einer Start-up Finanzierung durch einen Angel Investor bezieht sich jedoch nicht ausschließlich auf die zur Verfügung gestellte Liquidität, sondern insbesondere auf das „Smart-Money“ von Business Angels, die ihr Netzwerk und ihre Lebens- und Berufserfahrung den Gründerinnen und Gründern zugänglich machen.

Von daher bietet es sich geradezu an, Business Angels mit staatlichem Kapital zu begleiten und mit diesem Kapital einerseits die privat investierten Mittel zu vergrößern, aber auch an dem „Smart Money“ indirekt zu profitieren. Diesen Mechanismus machten sich viele öffentliche Förderbanken im Rahmen der Corona-Krise zu eigen, in dem sie über die Säule II Angel Investoren für konkrete Investments Kapital in Form einer Unterbeteiligung zur Verfügung stellten. Als federführend hierzu hat sich die Investitionsbank Berlin (IBB) herausgestellt, die mit der IBB Capital insgesamt EUR 162 Mio., überwiegend über Business Angels, für 137 Berliner Start-ups zur Verfügung gestellt hat.

Was allerdings bis heute fehlt, ist eine Verstetigung und auch eine bundesweite Vereinheitlichung dieser Art der Co-Finanzierung, die nicht nur in Krisenzeiten gilt, sondern als normales Programm zur Hebelung von Finanzierungen von Angel In

vestments aufgelegt wird. Der Staat profitiert von dem Dealflow und dem Know-how der Business Angels; die Business Angels könnten höhere Liquidität in den Markt für Start-up Finanzierungen geben, die somit Gründerinnen und Gründern zur Verfügung gestellt wird. Und da der Angel Investor das berühmte „Skin in the game“ hat, sollten Fehlallokationen weitgehend vermieden werden.

Also könnte in gewisser Parallelität aus dem Modell der „Aktienrente“ der Bundesregierung für seine Bürger eine langfristige „Start-up Rendite“ des Staates für Bundes- und Länderhaushalte entstehen. Denn wir wissen alle, dass es gerade Start-ups sind, die durch ihre Innovationsfähigkeit im Stande sind, Wirtschaft weiterzuentwickeln. Und die besten Begleiter für Start-ups in frühen Phasen sind: Business Angels!

DAS REGIOINNOGROWTH PROGRAMM FÜR CO-VENTURES DURCH ANGELS ÖFFNEN

DR. UTE GÜNTHER

Dr. Ute Günther ist seit 2001 Co-Vorsitzende von Business Angels Deutschland e.V. (BAND) und in dieser Eigenschaft auch Vice-President von Business Angels Europe (BAE). Sie hat Philosophie, Romanistik und Erziehungswissenschaft an der Ruhr Universität Bochum und der Sorbonne in Paris studiert und in Philosophie promoviert. Sie war in Forschung und Lehre tätig an den Universitäten Bochum, Essen, Trier und Vallendar. Parallel dazu entwickelte sie Infrastrukturprojekte im Bereich Innovation und Qualifizierung, seit Mitte der neunziger Jahre vorwiegend im Ruhrgebiet. Auf dieser eher regionalen Ebene ist heute noch tätig als Geschäftsführendes Vorstandsmitglied von pro Ruhrgebiet e. V. (VpR), Vorstand der Business Angels Agentur Ruhr e. V. (BAAR) und Geschäftsführerin der Startbahn Ruhr GmbH.



Im zweiten Quartal 2023 soll nach den Vorstellungen des Bundesministeriums für Wirtschaft und Klimaschutz (BMWK) und der KfW ein neues Finanzierungsinstrument für innovative Start-ups namens RegioInnoGrowth (RIG) durch die Landesförderinstitute (LFI) der Bundesländer gestartet werden. Das neue Förderinstrument soll auf den als positiv bewerteten Erfahrungen mit dem Corona Schutzschild der Säule II aufbauen. Der Bund stellt dafür 450 Mio. Euro und 70% des Gesamtfinanzierungsvolumens bereit. Mindestens 10% sollen Länder bzw. die Landesförderinstitute aufbringen. Den Rest sollen Intermediäre und Private, z.B. Business Angels, für die Finanzierung der Start-ups beisteuern. Wie bei der Säule II werden auch bei

RIG die Bundesmittel mittels Globaldarlehen der KfW an die Landesförderinstitute der Bundesländer ausgereicht. Das Programm ist auf drei Jahre angelegt.

Probleme der Dezentralität reduzieren

Das Programm ist bewusst dezentral angelegt. Jedoch sollte im Interesse der Start-ups und vor allem im Interesse der Co-Investorinnen und Investoren eine gewisse Vereinheitlichung ermöglicht werden. Denn Start-ups und Investoren sind letztlich die „Kunden“ des Programms, die deswegen auch erwarten dürfen, dass es kundenfreundlich ausgestaltet wird.

Zwei Beispiele mögen dies verdeutlichen:

Zielgruppe der Finanzierung sind junge und wachstumsorientierte Unternehmen mit innovativen, z.B. ökologischen, digitalen oder sozialen Geschäftsmodellen. Zentral ist demnach der Begriff der Innovativität. Da auch nach der INVEST Richtlinie ausschließlich innovative Start-ups förderfähig sind, ist es im Sinne der Konsistenz öffentlichen Handelns sinnvoll, alle Start-ups, die vom BAFA die INVEST Förderfähigkeit bescheinigt erhalten haben, als innovativ auch im Sinne von RIG anzuerkennen. Da jedes Landesförderinstitut frei ist, den Begriff nach seinen eigenen Kriterien zu handhaben, wäre eine Absprache hinsichtlich INVEST sinnvoll.

Bei der Ausgestaltung der Programme ist den Ländern viel Gestaltungsraum gegeben. Möglich sind stille und offene Beteiligungen, Wandel- und Nachrangdarlehen. Um für die Angels und Start-ups einen besseren Überblick über die verschiedenen Programme der Bundesländer zu erhalten, ist es notwendig, eine Plattform zu schaffen, auf der die wichtigsten Parameter der einzelnen Programme übersichtlich dargestellt sind.

Im Rahmen der Säule II hat Business Angels Deutschland (BAND) als einzige Institution eine solche Übersicht erstellt. Dies erwies sich als außerordentlich schwierig, weil sich der Start der einzelnen Programme über einen Zeitraum von einem halben Jahr hinzog, die Programme auf den Webseiten oft versteckt zu finden und in der Struktur völlig uneinheitlich dargestellt waren, nur einzelne Landesförderinstitute Öffentlichkeitsarbeit betrieben haben und diese - auch trotz ausdrücklicher Bitte - BAND meist nicht über die Programme informiert haben.

Angel Co-Investoren als Lead nutzen

BMWK und die KfW haben zum Ausdruck gebracht, dass sehr auf die Co-Investition durch Business Angels und Family Offices gesetzt wird. Werden mindestens 30% der jeweiligen Finanzierung der Start-ups durch Private aufgebracht, unterliegt der Vorgang keinen beihilferechtlichen Restriktionen, so dass die Start-ups den beihilferechtlich zulässigen Rahmen, z.B. für Forschungsförderung, nutzen können.

Für einen möglichst großen Erfolg von RIG wird es sehr darauf ankommen, inwieweit die Landesförderinstitute ihre Programme so ausgestalten, dass das aktive Management der gemeinsamen Beteiligungen bei den Privaten, insbesondere den Business Angels, liegen kann.

Die IBB Capital hat in Berlin mit diesem Weg im Rahmen der Säule II hervorragende Erfahrungen gemacht, wie sie immer wieder, auch öffentlich, hervorhebt. Mit 45 Co-Investoren konnten 137 Start-ups durch 252 Finanzierungen mit Kapital versorgt werden, was ein Zusagevolumen von 162 Millionen Euro und eine Gesamtfinanzierung einschließlich der Privaten von 500 Millionen Euro ausmachte. Die hervorragende Performance wird von Matthias Helfrich, der als Business Angel einer der privaten Intermediäre war, in seinem Beitrag in diesem BAND Thema im Fokus bestätigt.

Grundlage dieser Public-Private Partnership war, dass sich die Angels um das Management der Beteiligung gekümmert und die IBB auch im Außenverhältnis vertreten haben, während die gemeinsame Willensbildung im Rahmen einer sog. Innengesellschaft erfolgte. Die guten Erfahrungen haben die IBB Capital veranlasst, auch beim RegioInnoGrowth Programm ähnlich zu verfahren. Auch die L-Bank Baden-Württemberg prüft eine entsprechende Struktur ihres Programms.

Die Vorteile liegen auf der Hand: Die Angels erhöhen ihre Finanzierungspower, was gerade in dem von RIG anvisierten Start-up Sektor sehr wichtig ist und bringen dafür ihr Know-how und ihre Expertise ein, was zu einer personellen Entlastung der LFI führt. Für die Start-ups wird mehr Kapital nutzbar und die Partnerschaft ist eine gute Referenz für weitere Investoren.

Bei der Säule II hat sich gezeigt, dass viele LFI stille Beteiligungen gegenüber Eigenkapitalfinanzierungen vorgezogen haben. Dies mag vor dem Bankenhintergrund der LFI nachvollziehbar sein, entspricht aber nicht den Gepflogenheiten der Start-up Finanzierung und selten den Interessen mitfinanzierender Business Angels und Family Offices. Es ist zu hoffen, dass insoweit ein Umdenken stattfindet, weil das Co-Investments durch private Business Angels und Family Offices deutlich erleichtert.

INITIATIVE PUBLIC ANGELS: LET'S FLY TOGETHER

MICHAEL MORITZ

Michael Moritz ist einer der Gründer von Carlsquare (vormals CatCap). Er studierte Liberal Arts am Albion College in Michigan, USA sowie Volkswirtschaftslehre und Jura in Freiburg, Berlin, Köln und Bonn. Anschließend arbeitete er bei der Treuhandanstalt in Berlin an der Restrukturierung und Privatisierung von mittelgroßen Beteiligungen. Bei der Doertenbach & Co. GmbH, Frankfurt, betreute er als Corporate Finance Consultant vor allem mittelständische Unternehmen und ihre Eigentümer bei strategischen Akquisitionen oder Veräußerungen.



Im letzten Vierteljahrhundert ist in Deutschland eine lebendige Business-Angel Szene entstanden. Gespeist wird diese in erster Linie durch Unternehmer, die ihre Firma verkauft haben und sich mit beiden Flügeln – Know-how und Kapital – als Business Angels einbringen können. Als M&A-Berater befördern wir bei Carlsquare jedes Jahr rund 100 Business Angels, wenn wir Unternehmer beim Exit begleiten und deren Zeit und Kapital dann nicht mehr an ihr Unternehmen gebunden sind.

Gut ist, dass Business Angels sich heute häufig informell als Syndikate formieren. Und Gründer stellen sich gerne ein Team aus Business Angels zusammen, das sie mit komplementären Stärken beim Unternehmensaufbau voranbringt.

Positiv ist auch, dass eine immer reifere VC-Szene (auch bei den LPs und GPs gespeist von Exit-erfahrenen Unternehmern) für die Folgefinanzierung von Business-Angel-finanzierten Unternehmen bereitsteht.

Alles in Butter also? Noch lange nicht. Neben ESOP-Beteiligung der Mitarbeiter – hier sind zumindest erste Verbesserungen in Sicht – müssen auch Growth Shares für neue Management-Mitglieder verbindlich und steuersicher geregelt werden. Alles andere verhindert Innovation und Arbeitsplätze.

Weiterhin bleibt ein eklatantes Defizit im Exit-Markt. Vielen strategischen Investoren fehlt es an Erfahrung und Empathie, gekaufte Technologie-Unternehmen in Konzern weiter zur Entfaltung zu bringen. Unternehmen werden zudem häufig zu früh einverleibt. Andererseits ist der Exit an Strategen bei deutschen Unternehmen oft die einzige Alternative, da der IPO als Exit in Deutschland praktisch nicht stattfindet.

Warum sollen wir bei IPOs in Deutschland nicht das schaffen, was wir auch bei Business Angel Investments erreicht haben? Unternehmen mit Business Angels an Bord sind für einen IPO ideal aufgestellt. Business Angels könnten im Aufsichtsrat wertvolle Arbeit leisten – sie bringen bereits alles dafür mit: Unternehmerische Erfahrung, Exit-Track-Record und langjährige vertrauensvolle Zusammenarbeit mit Unternehmern als auch eine langfristige Perspektive. Sie passen zum IPO womöglich besser als dominierende Finanzinvestoren, die mit ihrem begrenzten Anlagehorizont ihre Aktien kurz nach dem IPO zurück auf den Markt bringen.

Carlsquare seinerseits baut mit seinem Stockholmer Standort die Brücke für deutsche Technologie-Unternehmen zur Nasdaq Nordic. Hier können junge, stark wachsende Unternehmen an die Börse gehen und Erfolgsgeschichten schreiben. Mit Schweden haben wir einen Vorreiter, von dem wir richtigweise lernen sollten:

Aktienrente, Aktienkultur und Aktienplattform. Das wünsche ich mir auch für Deutschland, insbesondere für Tech-Unternehmen.

Mein Vorschlag für das Motto des nächsten Business Angel Tages: Lasst uns die Business Angels zu Public Angels machen! Dann können sie noch viel höher fliegen.

CORPORATE VENTURE CAPITAL: ANKER IN DER KRISE?

FLORIAN NÖLL

Florian Nöll ist Partner bei PwC Deutschland und Head of Corporate Development & Innovation. Er ist ein erfahrener Unternehmer und Experte für Start-ups, digitale Geschäftsmodelle und Venture Capital. Er berät Familienunternehmen wie Konzerne in der Zusammenarbeit mit Start-ups. Mit dem NextLevel Team von PwC unterstützt er Gründerinnen und Gründer.



Der Krieg in der Ukraine, Inflation, steigende Zinsen: Die aktuelle Krisensituation wirkt sich längst auch auf die Gründerszene aus. Zwar sahen wir 2022 in etwa so viele Finanzierungsrunden wie im Jahr 2021. Allerdings war deren durchschnittliches Volumen deutlich geringer: Bei Venture-Capital-Investoren (VCs) lag es 2022 bei 4,9 Millionen Euro – um mehr als fünfzig Prozent niedriger als 2021 (10,1 Millionen Euro).

Interessant: Das durchschnittliche Investitionsvolumen der Corporate Venture Capital Investoren (CVCs) sank in deutlich geringerem Maße – von 3,7 (2021) auf 3,2 Millionen Euro (2022) (Honold, D., Wacker, G., Reiche, E., Hümmer, P.: Venture Capital Market Study 2022, S. 14). In der aktuellen Venture Capital Market Studie sehen 85 Prozent der Befragten aufgrund der geopolitischen Unwägbarkeiten gesunkene Unternehmensbewertungen.

Gründer:innen im Krisenmodus

Gegenüber der aktuellen Situation waren die ersten Monate der Coronapandemie im Jahr 2020 für Start-ups vergleichsweise harmlos: Die Unsicherheit dauerte – abgesehen von heftig und nachhaltig betroffenen Branchen wie der Reiseindustrie – nur wenige Wochen. Es folgte eine Aufholjagd bei den Finanzierungsrunden mit dem Rekordjahr 2021.

Seit Februar 2022 ist die Situation anders. Die Unsicherheit hat das gesamte Jahr geprägt und fast alle Start-ups in den Krisenmodus versetzt. Selbst für die Gründer:innen der verhältnismäßig lange existierenden Unicorns ist völlig neu, dass Resilienz plötzlich wichtiger als Hyperwachstum ist.

B2B-Unternehmen im Investorenfokus

Allerdings betrifft die Krise nicht nur die Investoren, sondern auch die Start-ups unterschiedlich stark: Grundsätzlich tun sich aktuell wegen ihres größeren Kapitalbedarfs und Risikos B2C-Unternehmen auf dem Markt schwerer als B2B-Unternehmen. Auch Investoren fokussieren stärker auf B2B-Start-ups: Gemäß VC-Studie legen aktuell etwa sechzig Prozent der Investoren mehr als siebenzig Prozent ihrer gesamten Investitionen in B2B-Unternehmen an (Honold, D., Wacker, G., Reiche, E., Hümmer, P.: Venture Capital Market Study 2022, S. 18).

Wirklich bitter ist der Rückgang bei den Start-up-Neugründungen: So entstanden im Jahr 2022 nach Angaben des Bundesverbands Deutsche Start-ups e. V. 18 Prozent weniger Start-ups als 2021. Eine Gründung ist grundsätzlich riskant. Und das zusätzliche Risiko, das potenzielle Unternehmensgründer:innen in instabilen Zeiten verspüren, möchte nicht jede:r eingehen.

CVCs haben Rückenwind

In den vergangenen Jahren profitierten Gründer:innen von dem großen Kapitalzufluss und dem intensiven Wettbewerb zwischen den Investoren. Jetzt schaffen die gesunkenen Bewertungen für Investoren attraktive Einstiegsmöglichkeiten. Das möchten insbesondere Corporate VCs nutzen. In einem nicht so wettbewerbsintensiven Markt müssen Investoren außerdem weniger flexibel bei den Dealkonditionen sein.

So sind die meisten CVCs trotz der Krisensituation weiterhin auf dem Markt aktiv und verstärken zum Teil ihre Aktivitäten sogar wieder. Einige Akteure kommen gar nach Jahren der Inaktivität wieder zurück. In der Phase der Höchstbewertungen hatten sie schlicht den Appetit verloren.

Wird 2023 das M&A-Jahr schlechthin?

Nachdem der Markt für Börsengänge zum Erliegen gekommen ist, rechnen wir für 2023 mit mehr Akquisitionen. Mit Blick auf die nachhaltige Entwicklung unserer Gründerszene ist das zunächst keine gute Nachricht: Weniger Börsengänge bedeuten schlicht weniger unabhängige Champions.

Dennoch stiften auch Unternehmensverkäufe einen wichtigen Nutzen für die deutsche Volkswirtschaft. Denn etablierte Unternehmen im Mittelstand und in der Industrie stehen ebenfalls vor enormen Herausforderungen. Manche müssen ihr Geschäftsmodell „nur“ in die Zukunft transformieren, andere müssen es völlig neu erfinden. Ohne den Zugang zu externer Innovation durch Zukäufe von Start-ups ist dies häufig aussichtslos.

Corporates, die es sich leisten können, sollten die aktuell günstige Marktsituation also auf jeden Fall nutzen und mit passenden, innovativen Start-ups in ihre Zukunftsfähigkeit investieren. Das wäre im Übrigen auch für Business Angels positiv: Denn die CVCs stabilisieren aktuell den Markt – und bringen damit wichtige Sicherheit in die Portfolios.

START-UP FINANZIERUNG WEITER DENKEN

DANIELA SCHULZE

Daniela Schulze ist Abteilungsdirektorin im Referat Firmenkunden Strategien, Gründung und Nachfolge beim Deutschen Sparkassen- und Giroverband. Sie verantwortet neben Themen der Existenzgründung und Nachfolge auch die Interessenvertretung der angeschlossenen Institute sowie in der projekthaften Arbeit die Ausarbeitung der konzeptionellen Firmenkundenstrategie. Bevor sie zum DSGVO gekommen ist, war sie 13 Jahre in einer niedersächsischen Sparkasse in unterschiedlichen Positionen tätig.



Der Weg von einer Idee zum Unternehmen kann lang sein. Vor allem in der heutigen Zeit, in der der Wettbewerb oft schon vor der eigentlichen Gründung beginnt. Eins ist klar: Viele Gründerinnen und Gründer stehen vor ähnlichen Herausforderungen und stellen sich ähnliche Fragen. Kommt meine Idee an? Ist sie überhaupt umsetzbar? Und vor allem: Wo bekomme ich das Geld her? Wie geht es los – und wie geht es weiter? Fragen wir im Folgenden Frau Schulze, Abteilungsdirektorin im Referat Firmenkunden Strategien, Gründung und Nachfolge beim Deutschen Sparkassen- und Giroverband, was sie diesen und anderen wichtigen Fragen sagt:

Frau Schulze, wie wirken sich Krisen auf die Anzahl von Neugründungen aus?

Das kommt auf die Krise, die Branche und die Region an, in der das Unternehmen aktiv werden möchte. Hinzu kommen die Maßnahmen, die beispielsweise von der Regierung ergriffen werden, um die Auswirkungen einer Krise zu mildern.

In der Vergangenheit haben wirtschaftliche Krisen auf der einen Seite dazu geführt, dass die Anzahl von Neugründungen zurückgegangen ist. Unternehmer hatten möglicherweise Schwierigkeiten, Zugang zu Finanzierungen zu erhalten. Andererseits können wirtschaftliche Krisen auch dazu führen, dass sich neue Geschäftsmodelle entwickeln. In der Corona-Pandemie haben zum Beispiel digitale Geschäftsmodelle ein deutliches Wachstum erlebt. Und schauen wir nach vorne, wird das Thema alternative Energiequellen oder Wasserstoff sicherlich interessant.

Daher ist es schwierig, genaue Vorhersagen darüber zu treffen, wie sich die Anzahl von Neugründungen unter den aktuellen Rahmenbedingungen in Zukunft entwickeln wird. Zusätzlich kommt es auch darauf an, wie sich die aktuelle wirtschaftliche Lage weiterentwickelt. Es ist wichtig für angehende Unternehmer, sich hier informiert zu halten und sorgfältig zu überlegen, ob sie derzeit in der Lage sind, ein Unternehmen zu gründen und zu betreiben. Sie sollten auch in Betracht ziehen, professionelle Unterstützung, z.B. von den Sparkassen, zu suchen, um sich bei dieser Entscheidung optimal beraten zu lassen.

Bei geringeren Unternehmensbewertungen: Was meinen Sie, Frau Schulze, ist es Fluch oder Segen für Risikokapital-Investoren und/oder Start-ups?

Eine geringe Unternehmensbewertung ist nicht automatisch schlecht. Sie sagt auch nichts über die Chancen und die Qualität der Idee aus.

Ein Vorteil für Risikokapital-Investoren besteht z. B. darin, dass sie bei geringeren Unternehmensbewertungen weniger Geld für eine Beteiligung an einem Unternehmen ausgeben müssen. Wenn das Unternehmen später erfolgreich wird und seine Bewertung steigt, können die Investoren voraussichtlich eine höhere Rendite erzielen.

Ein Vorteil für Start-ups ist, dass diese möglicherweise leichter Zugang zu Finanzierungen erhalten, da Investoren ihre Beteiligung für weniger Geld tätigen können. Ein Nachteil ist jedoch, dass geringere Unternehmensbewertungen auch bedeuten können, dass Start-ups weniger Geld für Investitionen zur Verfügung steht. Insgesamt hängt es davon ab, wie das Unternehmen während und nach der Krise performt, ob geringere Unternehmensbewertungen für Risikokapital Investoren und das Start-up ein Fluch oder ein Segen sind.

Welche alternativen Investitionsmöglichkeiten sehen Sie, Frau Schulze? Heute und in Zukunft?

Junge Unternehmen, die schon wachsen, können sich über Growth Equity Finanzierungen zusätzliches Kapital holen, mit dem sie u. a. ihre Expansion finanzieren.

Growth Equity Finanzierungen sind Investitionen in Unternehmen, die sich bereits im Wachstum befinden und Kapital benötigen. Sie ist auch die Finanzierungsphase, welche der Großteil der angeschlossenen Beteiligungsgesellschaften der Sparkassen-Finanzgruppe mit dem meisten Volumen begleitet. Bevorzugt wird es vor allem bei Sprungentwicklungen, wie z. B. in neue Märkte oder neue Produkte, wenn die zukünftige Entwicklung schwer vorhersehbar ist.

Daher kann eine Growth Equity Finanzierungen auch eine Alternative zum klassischen Bankdarlehen sein, um gerade bei etablierten Unternehmen eine Restrukturierung oder Expansion zu begleiten.

Darüber hinaus ist es wichtig, dass Unternehmen sorgfältig prüfen, welches Finanzierungsmittel am besten zu ihren Bedürfnissen und ihrer Risikotoleranz passt. Sie sollten auch professionelle Unterstützung in Anspruch nehmen, um sicherzustellen, dass sie die beste Entscheidung treffen.

Was sind die Auswirkungen der Krise auf (Ziele von) Corporate Venture Capital, Frau Schulze? Welche gibt es heute und in Zukunft?

Die Auswirkungen der Krise auf Corporate Venture Capital (CVC) hängen von vielen Faktoren ab und können schwer vorhergesagt werden. Allerdings gibt es einige mögliche Auswirkungen, die in Betracht gezogen werden können:

- **Verringerte Investitionsbereitschaft:** In Zeiten wirtschaftlicher Unsicherheit könnten Unternehmen weniger bereit sein, Geld in Risikokapital-Investitionen zu stecken, da sie sich auf den Schutz ihrer eigenen Finanzen konzentrieren. Dies könnte zu einer Verringerung der CVC-Aktivitäten führen.
- **Verschiebung der Investitionsschwerpunkte:** Unternehmen könnten ihre Investitionsschwerpunkte während und nach der Krise verschieben, um sich auf Branchen oder Technologien zu konzentrieren, die während der Krise wichtig waren oder die sie für wichtig in der Zukunft halten.
- **Größere Nachfrage nach Innovationen:** Die Krise könnte Unternehmen dazu veranlassen, nach neuen Möglichkeiten zu suchen, um ihre Geschäfte anzupassen oder zu verbessern. Dies könnte zu einer größeren Nachfrage nach Innovationen und damit zu mehr CVC-Aktivitäten führen.
- **Größere Nachfrage nach Finanzierungsmöglichkeiten:** Start-ups, die von den Auswirkungen der Krise betroffen sind, könnten auf der Suche nach Finanzierungsmöglichkeiten sein, um ihre Geschäfte zu sichern oder zu expandieren. Dies könnte zu einer größeren Nachfrage nach CVC-Finanzierung führen.

Vielen Dank für die Beantwortung der Fragen, Frau Schulze.



Über Sparkassen-Finanzgruppe

Es gibt 359 Sparkassen in Deutschland. Sie sind Teil der Sparkassen-Finanzgruppe, die 520 Unternehmen, über 16.000 Geschäftsstellen und rund 290.000 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter vereint. Dazu gehören neben den Sparkassen auch fünf Landesbanken, der Wertpapierdienstleister DekaBank und die Finanz Informatik als zentraler IT-Dienstleister. Hinzu kommen Verbundpartner wie der Deutsche Sparkassen Verlag und natürlich die Regionalverbände. Die Dezentralität der Gruppe ist ihre Stärke – wir kennen uns in den Regionen aus und können gut einschätzen, welche Geschäftsmodelle funktionieren und welche Schritte zum Erfolg führen können.

Die Sparkassen sind nicht nur Hauptfinanzierer des Mittelstands, sondern unterstützen auch junge Gründerinnen und Gründer bei der Umsetzung ihrer Ideen. Auch an Investitionsrunden können sie teilnehmen. Da junge Unternehmen mit neuen Geschäftsideen teilweise hohe Summen benötigen, gleichzeitig aber nur wenig Sicherheiten mitbringen, sind neben den traditionellen Banken vor allem Risikokapitalgeber und Business Angels wichtige Anlaufstellen. Genau aus diesem Grund engagiert sich die Sparkassen-Finanzgruppe in diesem Bereich, gibt Impulse und ist seit Beginn an Sponsor von Business Angels Deutschland e.V. (BAND). Denn wir kennen aus der Erfahrung tausender Neugründungen heraus die Unwägbarkeiten, vor denen Start-ups stehen.

START-UP FINANZIERUNG VOM ENDE HER SEHEN, VOM ANFANG HER AUFZÄUMEN

DR.ROLAND KIRCHHOF

Dr. Roland Kirchhof ist Co-Vorsitzender von Business Angels Deutschland e.V. (BAND), dem Verband der Angel Investoren und ihrer Zusammenschlüsse. Der an der LMU in München promovierte Volljurist war u.a. als Beigeordneter des Landkreistages NRW und als Chef der Stadtverwaltung Herne tätig. Gegenwärtig ist er außerdem Vorstand der Business Angels Agentur Ruhr e.V. (BAAR) und Geschäftsführer der Startbahn Ruhr GmbH, die Gründungsförderung und Gründungswettbewerbe betreibt.



Die Lage am Start-up Finanzierungsmarkt ist fragil und nach dem starken Wachstum der letzten Zeit hat der Markt eine entschiedene Wende vorgenommen mit sinkenden Unternehmensbewertungen, kleinerem Marktvolumen und sehr selektivem Investitionsverhalten. Für die weitere Zukunft aber ist vorsichtiger Optimismus angebracht. So könnte der Tenor der vielstimmigen Beiträge dieser Ausgabe von BAND Thema im Fokus verstanden werden. Dabei waren zwar die möglichen Folgen von Pandemie, Russlands Krieg, Lieferkettenproblemen, Arbeitskräftemangel, Zinswende und Inflation berücksichtigt, noch aber nicht das spezifische Start-up Moment des Zusammenbruchs der Silicon Valley Bank.

Gerade in bewegten Zeiten, wie den jetzigen, ist es wichtig, vorzusorgen, nicht nur die Katastrophenhilfe für die aktuellen Probleme im Kopf zu haben. Vielmehr sollten die Strukturen überprüft und so gestärkt oder gar neu aufgestellt werden, dass sie auch nach der Krise zukunftsfähiger sind als vorher. Das hebt auch Johannes



Velling in seinem Beitrag hervor (allerdings verbunden mit einer diskussionswürdigen These zur staatlichen Krisenintervention – siehe Kasten).

Sind Kriseninstrumentarien verzichtbar, weil ohnehin zu spät?

Dies ist im Kern eine spannende, aber auch sehr gewagte These im Beitrag von Johannes Velling. Als Beispiel nennt er u.a. den Corona Schutzschild, den umzusetzen wegen seiner Komplexität zu lange gebraucht wurde, so dass die Maßnahme zu spät kam (Zitat Johannes Velling: „desto länger braucht es, das Programm aufzusetzen und desto größer ist die Gefahr, mit der Maßnahme zu spät zu kommen“). BAND hat damals den Ablauf für die Säule II des Schutzschildes auf seiner Website regelmäßig dokumentiert. Das Programm sollte ursprünglich bis Ende 2020 abgewickelt werden. Mitte März 2020 wurde es von den zuständigen Ministern verkündet, Anfang Juli konnten die Landesförderinstitute über die Mittel verfügen, Anfang Juli standen in Hamburg und Schleswig-Holstein die ersten Programme, im August waren die meisten größeren Länder fertig. Die Qualität dieser Programme war aus der Sicht der Nutzer sehr unterschiedlich. Wie schnell dann die Abwicklung der Anträge durch die Landesförderinstitute dauerte, entzieht sich der Kenntnis der Öffentlichkeit. Jedenfalls war bis Ende des Jahres 2020 nur ein kleiner Teil der Mittel verausgabt, so dass die Maßnahme ins nächste Jahr verlängert wurde.

Hat Johannes Velling Recht? Aus BAND Sicht Jein. Denn man hätte manches besser machen können. Der Bund hätte von vornherein – auch im Interesse der Start-ups und Business Angels – einheitliche Programmstrukturen vorschreiben können, so dass nicht jedes Land für sich daran werkeln musste und die Länder hätten ihre Vorbereitung früher und zügiger treffen können. In Hamburg und Schleswig-Holstein ging das ja auch. Bei Krisen braucht man auch in der Finanzierung Geschwindigkeiten wie beim LNG Terminal Bau.

Wachstumsfinanzierung durch den Staat braucht Private

Es ist gut, dass die Bundesregierung mit der Start-up Strategie und dem 10 Milliarden Zukunftsfonds genau solche dauerhaften Strukturen anstrebt, wie Anna Christmann in ihrem Beitrag hervorhebt und Jörg Goschin näher ausführt. Zusammen mit der European Tech Champions Initiative und den über den European Investment Fund (EIF) bereitgestellten ERP-Mitteln wächst damit ein Instrumentenkasten heran, der durchaus beeindruckende Dimensionen und Ausdifferenzierungen, insbesondere für Wachstumsfinanzierungen, aufweist. Ob er ausreicht, um damit den Start-up Drain einzugrenzen, wird die Zukunft zeigen.

In den ersten Diskussionen über einen Zukunftsfonds ging es immer auch darum, wie es gelingen könnte, mittels des Anreizes durch einen kleineren Teil öffentlicher Mittel einen deutlich größeren Anteil privater Mittel für den Start-up Finanzierungsmarkt zu „akquirieren“. Die Zahl 30 Milliarden Euro stand als Zielmarke im Raum, wird aber heute kaum mehr von offizieller Seite erwähnt. In der Zeit der niedrigen Zinsen wäre dazu eine gute Gelegenheit gewesen, diese ist nun Vergangenheit. Die Auskünfte, die Frank Dornseifer für die großen deutschen Vermögensverwalter und Carsten Huth für Börsengänge von deutschen Start-ups geben, vermitteln einen eher wohlwollend verhaltenen Eindruck. Das ist nicht beruhigend. Klar muss aber sein, dass es gelingen muss, die privaten großen Pipelines einschließlich des Goldstandards Börse zu öffnen, sonst können die Ziele nicht erreicht werden. Es ist zu hoffen, dass Bundesregierung und die privaten Vermögensverwalter daran konzentriert weiterarbeiten.

Mehr Vertrauen in Business Angels als Partner staatlicher Instrumente

So unbestritten wichtig es ist, die Finanzierung der Wachstumsphase entschieden zu stärken, so sehr muss darauf hingewiesen werden, dass die Frühphase darüber nicht vernachlässigt werden darf. Gerade für BAND ist diese Aufforderung von essenzieller Wichtigkeit: Business Angels sind gerade in der Frühfinanzierung unabdingbar. Das jetzt oft zu hörende Argument, dass die wirklich guten Start-ups immer eine Finanzierung finden würden, ist trügerisch. Denn das würde voraussetzen, dass Business Angels und andere Investoren immer in der Lage wären, die „wirklich Guten“ herauszufinden. Nein, der Trichter muss breit angelegt sein, dann ist die Wahrscheinlichkeit am größten, dass die besten Geschäftsmodelle auch Erfolg haben.

Mit der neuen Richtlinie für INVEST-Zuschuss für Wagniskapital wird das bisher so erfolgreiche Programm mit veränderter Zielrichtung fortgeführt. Die Einführung eines „Lebenszeitförderkontos“ von 100.000 Euro pro Business Angel ermöglicht bei dem neuen Fördersatz von 25% die Förderung von Investitionen in Höhe von 400.000 Euro. Das begünstigt Business Angels, die am Anfang ihrer Business Angel Karriere stehen und solche mit kleineren Tickets. Erfahrene Business Angels werden künftig nicht mehr oder nur noch begrenzt die Förderung nutzen können. Welche Auswirkungen die neue Richtlinie auf Größe und Qualität des Frühphasenfinanzierungsmarktes haben wird, wird man abwarten müssen. Viele der erfahrenen Business Angels jedenfalls sind enttäuscht und fühlen sich vom Staat zu gering wertschätzt, obwohl sie mit ihrer ohne Honorierung geleisteten Know-how-Unterstützung der Start-ups viel zum potenziellen Erfolg der jungen Unternehmen beitragen.

Das Potenzial der erfahrenen Business Angels könnte vom Staat hervorragend genutzt werden, um mit Hilfe von neu entstehenden Start-ups einen technologischen Beitrag zur Klimawende und zur technologischen Umgestaltung zu leisten. Gerade

die Enttäuschung dieser Business Angels über die neue Zielrichtung von INVEST sollte zusätzlich hierfür Anlass sein.

Ähnlich wie für die Wachstumsfinanzierung sollte es auch in der Frühphase Ziel sein, die staatlichen Mittel so einzusetzen, dass sie gleichzeitig privates Kapital anregen, in dieser Assetklasse eingesetzt zu werden. Die Zielgruppe sind (erfahrene) Angel Investorinnen und Investoren. Während bei INVEST die Anreizwirkung im Zuschuss liegt, wäre sie hier in der Erhöhung der Finanzierungspower der Business Angels zu sehen. Der DeepTech und Climate Fonds ist von seiner Struktur her auf eine solche Partnerschaft angelegt, aber nicht für die frühe Phase gedacht. Es wird auch nur für wenige Business Angels möglich sein, Partner des Fonds zu werden, da die Mindestinvestitionssumme bei 1 Million Euro liegt und die Mindestbeteiligung des privaten Partners bei 300.000 Euro.

BAND hat bereits in seiner Stellungnahme zur Start-up Strategie einen German Angels Climate Fund vorgeschlagen, der Co-Investments mit Business Angels einget. Der Fonds sowie Angel Investor oder Investorin verpflichten sich, aus einem gemeinsam bereitgestellten Volumen innerhalb der nächsten drei bis fünf Jahre paripassu zu investieren. Der Finanzierunganteil des Fonds bei den einzelnen Beteiligungen sollte mindestens bei 50% liegen. Nach außen tritt der Fonds in den Hintergrund, während der Business Angel für ihn als Treuhänder oder Bevollmächtigter agiert und als Ausgleich im Erfolgsfall eine höhere Rendite als der Fonds erhält. Auch weitere, anders gestaltete Spielarten einer solchen Partnerschaft mit ähnlichem Ziel sind denkbar. Der Fonds könnte sich auf Start-ups konzentrieren, deren Geschäftsmodelle Beiträge zur Klimawende, Transformation, Digitalisierung und AI sowie Biotech leisten. Das noch für das 2. Quartal 2023 avisierte RegioInnoGrowth Programm (RIG) bietet den 16 Landesförderinstituten die Chance, hier voranzugehen.

Vorteile eines so strukturierten Fonds wären die Hebelung der öffentlichen Mittel durch privates Geld, schnelle Performance, bessere Renditechancen und Kosteneffizienz, da das Fonds Management schlank gehalten werden kann, weil es im Regelfall nicht unmittelbar in das Beteiligungsmanagement eingebunden sein muss. Die staatlichen Mittel würden genutzt, um privates Kapital in den Finanzierungsmarkt für Start-ups zu lenken. Das Vertrauen in das kompetente Handeln der Business Angels rechtfertigt sich aus deren Eigeninteresse am Erfolg der von ihnen selbst eingesetzten Mittel.

Die hervorragende Performance des überwiegend mit ERP-Mitteln finanzierten deutschen Parts des European Angels Fund (EAF), aber auch das NRW Programm NRW.SeedCap, das seit Jahren gut funktioniert und mehrfach erweitert wurde, beweisen die Erfolgchancen eines solchen Modells. Die Investitionsbank Berlin (IBB) hat die Corona Mittel der Säule II mit großem Erfolg für ein solches partnerschaftliches Modell genutzt, wie Matthias Helfrich in seinem Beitrag näher ausführt. Anders als dies beim EAF angelegt ist, sollte allerdings bei einem Business Angels Climate Fonds die notwendige Größenordnung des Commitments der Business Angels reduziert werden, um einer größeren Anzahl von Business Angels die Nutzung zu ermöglichen.

Fazit

Rund 10.000 Business Angels sind für 80% der Finanzierungsdeals in der Frühphase verantwortlich, sagt der von Added.Val.io und Google for Startups herausgegebene Business Angels Report 2023. Die jährliche Gesamtinvestitionssumme der Business Angels liegt laut ZEW bei 2,5 Mrd. Euro. Das ließe sich noch steigern. Die Bildung des vorgeschlagenen Business Angels Climate Fonds könnte dazu und vor allem zur Klimawende und zur technologischen Umgestaltung einen Beitrag leisten.

Einwände, die bisher gehört wurden, sind nicht grundsätzlicher, sondern eher technischer Natur und ausräumbar.

BAND wird sich auch weiter für einen solchen Business Angels Climate Fonds, oder wie immer er heißen mag, einsetzen. Denn es kommt, wie dargestellt, jetzt drauf an, die Weichen für die Zukunft zu stellen.

IMPRESSUM

BAND Thema im Fokus
Ausgabe 01/2023

Layout

Anne Degenhardt, Projektmanagement BAND

Herausgeber

Business Angels Deutschland e.V. (BAND)
Dr. Ute Günther, Dr. Roland Kirchhof - Vorstand

Semperstr. 51
45138 Essen

Telefon +49 201 894 15 60
Fax +49 201 894 15 10
Mail band@business-angels.de
Web www.business-angels.de

BAND Thema im Fokus wird kostenlos an einen interessierten Leserkreis verteilt.



Förderer

Gefördert durch:



aufgrund eines Beschlusses
des Deutschen Bundestages

Sponsoren

