



Starke Risikokapitalmärkte

Von zentraler Bedeutung für grüne und digitale Innovationen

18. März 2024

Autorin

Ursula Walther
+44 203 281-4564
ursula.walther@db.com

Editor

Jan Schildbach

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Robin Winkler

Original in engl. Sprache: 29. Januar 2024

Die Wirtschaft der Zukunft braucht florierende Kapitalmärkte für ihre Finanzierung. Dabei sind Risikokapitalmärkte besonders wichtig für das Voranbringen von Innovationen, die für den grünen und digitalen Wandel benötigt werden. Sie spielen eine Schlüsselrolle dabei, junge, vielversprechende Unternehmen zu erkennen und ihnen Finanzmittel zur Verfügung zu stellen, damit sie ihr Wachstumspotenzial realisieren können. Dabei handelt es sich in der Regel um direkte Eigenkapitalfinanzierung in Form von Wagniskapital (Venture Capital, VC).

Die EU-Risikokapitalmärkte sind in den letzten zehn Jahren erheblich gewachsen. So lagen die neuen VC-Investitionen 2022 bei USD 20,8 Mrd. Jedoch führten steigende Zinsen und zunehmende geopolitische Unsicherheiten in den letzten zwei Jahren zu einer Verlangsamung der VC-Investitionen.

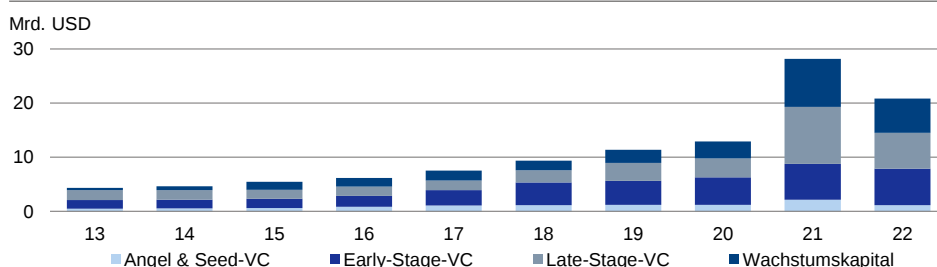
Die Marktgröße variiert erheblich zwischen den Regionen, was die unterschiedlichen Innovationskapazitäten widerspiegelt. Länder im Norden und Westen der EU verfügen über größere Risikokapitalpools als jene im Süden und Osten.

Der Risikokapitalmarkt in der EU ist wesentlich kleiner als in den USA, wo im Jahr 2022 USD 246 Mrd. an Risikokapital investiert wurden. Infolgedessen ist es für junge europäische Unternehmen schwieriger, zu wachsen, als für ihre US-amerikanischen Konkurrenten. Für größere Finanzierungsrunden sind sie oft auf außereuropäische Investoren angewiesen. Dadurch erhöht sich das Risiko, dass europäische Start-up-Firmen ins Ausland abwandern.

Weniger günstiges Exit-Umfeld in der EU als in den USA. Die Marktkapitalisierung an den US-Börsen ist fast dreimal so hoch wie die aller europäischen Aktienmärkte zusammen. Daher liegen viele Exit-Möglichkeiten außerhalb der EU. Zwei von drei Börsengängen von Start-ups, die von europäischen VC-Firmen finanziert wurden, fanden 2023 an Nicht-EU-Börsen statt.

Ausblick – um weiter zu wachsen, muss der Wagniskapitalmarkt in der EU nicht nur die derzeitige Flaute, sondern auch strukturelle Probleme überwinden: Dabei geht es darum, (1) mehr Mittel für Risikokapitalinvestitionen einzuwerben, (2) größere VC-Investitionen zu ermöglichen, (3) die Marktfragmentierung zu überwinden, (4) die Exit-Möglichkeiten innerhalb der EU zu verbessern. Dies sind erklärte Ziele einer Reihe politischer Initiativen, wobei es Zeit brauchen wird, bis sie ihre volle Wirkung entfalten.

Wachsende Risikokapitalinvestitionen in der EU



Anm.: Ohne Malta und Zypern

Quellen: OECD, Invest Europe, EBAN, Pitchbook, Deutsche Bank Research



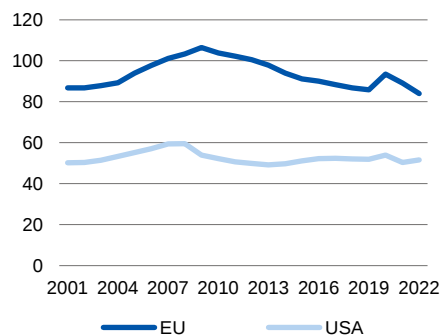
Starke Risikokapitalmärkte: Von zentraler Bedeutung für grüne und digitale Innovationen

1. Kapitalmarktunion – von zentraler Bedeutung für den grünen und digitalen Wandel

Finanzsystem - stärker bankbasiert
in der EU als in den USA

1

Kredite an den privaten Sektor durch inländische
Banken, in % des BIP



Quellen: Weltbank, Deutsche Bank Research

Flourierende Kapitalmärkte tragen zur Finanzierung der Wirtschaft der Zukunft bei. Europas Kapitalmärkte gelten oft als unterentwickelt und fragmentiert, während Haushalte und Unternehmen stattdessen stark auf die Finanzierung über Bankkredite angewiesen sind (Grafik 1). Das könnte sich jetzt als Nachteil erweisen, da die EU begonnen hat, den Übergang zu einer klimaneutralen und digitalen Wirtschaft zu beschleunigen. Dies erfordert umfangreiche Investitionen, die für die EU insgesamt auf EUR 735 Mrd. jährlich geschätzt werden.¹ Den Löwenanteil davon werden private Investitionen tragen müssen. Dabei können starke und gut funktionierende Kapitalmärkte den Kapitalfluss in grüne und digitale Aktivitäten erleichtern. Rein bankbasierte Systeme stoßen hier an ihre Grenzen, da beispielsweise digitale Geschäftsmodelle über erhebliches immaterielles Kapital verfügen, das nicht ohne Weiteres als Sicherheit dienen kann. Eine Finanzierung durch Eigenkapital eignet sich tendenziell besser für risikoreiche Investitionen in Innovationen. Folglich geht ein höherer Anteil der Eigenkapitalfinanzierung oft mit einem höheren Wachstum der Volkswirtschaft einher.²

Überblick über die EU-Kapitalmarktunion. Die EU-Kapitalmarktunion gilt weithin als Katalysator der ökonomischen Transformation und steht daher wieder weit oben auf der politischen Agenda (siehe Grafik 2). Die Vision, einen echten Binnenmarkt für Kapital zu schaffen, geht auf das Jahr 2015 zurück, als die Europäische Kommission unter Jean-Claude Juncker den ersten Aktionsplan für eine Kapitalmarktunion vorstellte.³

Entwicklung der EU-Kapitalmarktunion

2



Quellen: Europäische Kommission, Europäischer Rat, EZB, Deutsche Bank Research

¹ Europäische Kommission (2023). Strategische Vorausschau 2023. 6. Juli.

² Bruegel (2021). Europe should not neglect its capital markets union. 7. Juni.

³ Für einen Überblick siehe Kaya, Orçun (2016). Kapitalmarktunion. Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge. Deutsche Bank Research. EU-Monitor. 8. Februar.

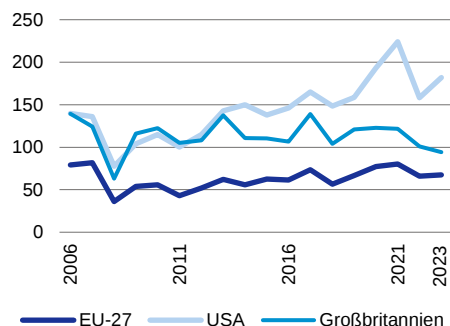


Starke Risikokapitalmärkte: Von zentraler Bedeutung für grüne und digitale Innovationen

Marktkapitalisierung: In der EU viel niedriger als in den USA

3

% des BIP, börsennotierte inländische Unternehmen



Quellen: World Federation of Exchanges, IWF, Deutsche Bank Research

Seitdem wird Schritt für Schritt am Aufbau der Kapitalmarktunion gearbeitet, ohne dass man den Ambitionen bisher gerecht werden konnte. Obwohl einige Fortschritte erzielt⁴ und manche verbleibenden Schwachstellen mit einem zweiten Aktionsplan⁵ angegangen wurden, führte dies nicht zu einem spürbaren Wachstum der EU-Kapitalmärkte. Der Verbriefungsmarkt ist unverändert relativ klein und die EU-Aktienmärkte liegen deutlich hinter jenen in den USA zurück (Grafik 3). Vor diesem Hintergrund schlug EZB-Präsidentin Lagarde kürzlich vor, „von einem Bottom-up- zu einem Top-down-Ansatz überzugehen“, einschließlich der Schaffung einer gemeinsamen Aufsichtsbehörde, eines einheitlichen Regelwerks und einer konsolidierten Marktinfrastruktur.⁶

Risikokapitalmärkte – unerlässlich für die Finanzierung innovativer Start-ups.

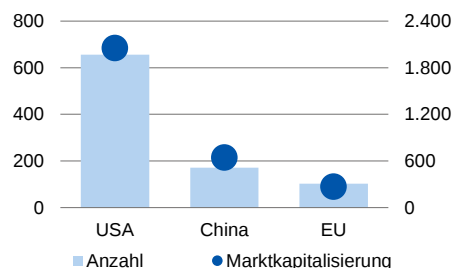
Eine zentrale Funktion von Risikokapitalmärkten ist es, junge, vielversprechende Unternehmen zu erkennen und ihnen Finanzmittel zur Verfügung zu stellen, damit sie ihr Wachstumspotenzial realisieren können. Dabei handelt es sich in der Regel um direkte Eigenkapitalfinanzierung in Form von Wagniskapital (Venture Capital, VC), das üblicherweise zum privaten Beteiligungskapital (Private Equity) hinzugezählt wird. VC-Investoren haben typischerweise höhere Risiko-Rendite-Präferenzen und investieren ihr Kapital direkt in Start-ups, bei denen sie langfristiges Wachstumspotenzial sehen. Die Gewinne aus diesen Investitionen werden oft erst mittel- bis langfristig erzielt.

USA haben die meisten Einhörner

4

Links: Anzahl Einhörner

Rechts: Marktkapitalisierung der Einhörner, in Mrd. USD



Stand 31. Juli 2023

Quellen: CB Insights, Deutsche Bank Research

Mit USD 20,8 Mrd. an neu investiertem Risikokapital im Jahr 2022 liegt die EU in diesem Bereich weit hinter den USA zurück (USD 246 Mrd.). Für junge europäische Unternehmen ist es daher im Vergleich zu ihren US-Pendants schwieriger zu wachsen. Dies zeigt sich beispielsweise an der relativ geringen Zahl europäischer „Einhörner“ („Unicorns“), d.h. nicht börsennotierter Start-ups mit einer Marktbewertung von über USD 1 Mrd. (Grafik 4). Insbesondere „Deep-Tech“-Start-ups, die auf neuen, bahnbrechenden wissenschaftlichen Erkenntnissen und Technologien aufbauen (z.B. KI, Quantencomputer, grüner Wasserstoff), sind für ihre Expansion auf einen hinreichend großen Risikokapitalmarkt mit größeren und erfahrenen VC-Fonds angewiesen.⁷ Diese Start-ups benötigen in der Regel mehr Zeit und Kapital, um zu wachsen, da sie häufig eine umfangreiche Forschungs- und Entwicklungsphase durchlaufen und ihre Produktentwicklung lange dauert und kapitalintensiv ist (Grafik 5).

Fortschritte bei der Kapitalmarktunion insgesamt sind von großer Bedeutung für die Weiterentwicklung der EU-Wirtschaft. Risikokapitalmärkte wiederum sind besonders wichtig für das Voranbringen von Innovationen, die für den grünen und digitalen Wandel benötigt werden. Vor diesem Hintergrund beleuchtet diese Studie den aktuellen Stand und die jüngsten Entwicklungen auf den EU-Risikokapitalmärkten und vergleicht diese mit dem VC-Markt in den USA. Darüber hinaus geht sie auf weiter bestehende Schwachstellen und politische Initiativen ein, die diese Mängel beheben und das Finanzierungsumfeld für europäische Start-ups verbessern sollen.

⁴ Siehe https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/legislative-measures-taken-so-far-build-cmu_en?prefLang=de.

⁵ Europäische Kommission (2020). Eine Kapitalmarktunion für die Menschen und Unternehmen – neuer Aktionsplan. 24. September. Bislang haben sich die EU-Gesetzgeber auf eine angepasste ELTIF-Verordnung, die Einrichtung eines konsolidierten Datenträgers (Consolidated Tape), ein zentrales Zugangsportal für Daten über börsennotierte Unternehmen (European Single Access Point, ESAP) und ein Maßnahmenpaket für Börsennotierungen geeinigt.

⁶ Lagarde, Christine (2023). Die Kapitalmarktunion neu denken. Rede anlässlich des Europäischen Bankenkongresses. 17. November.

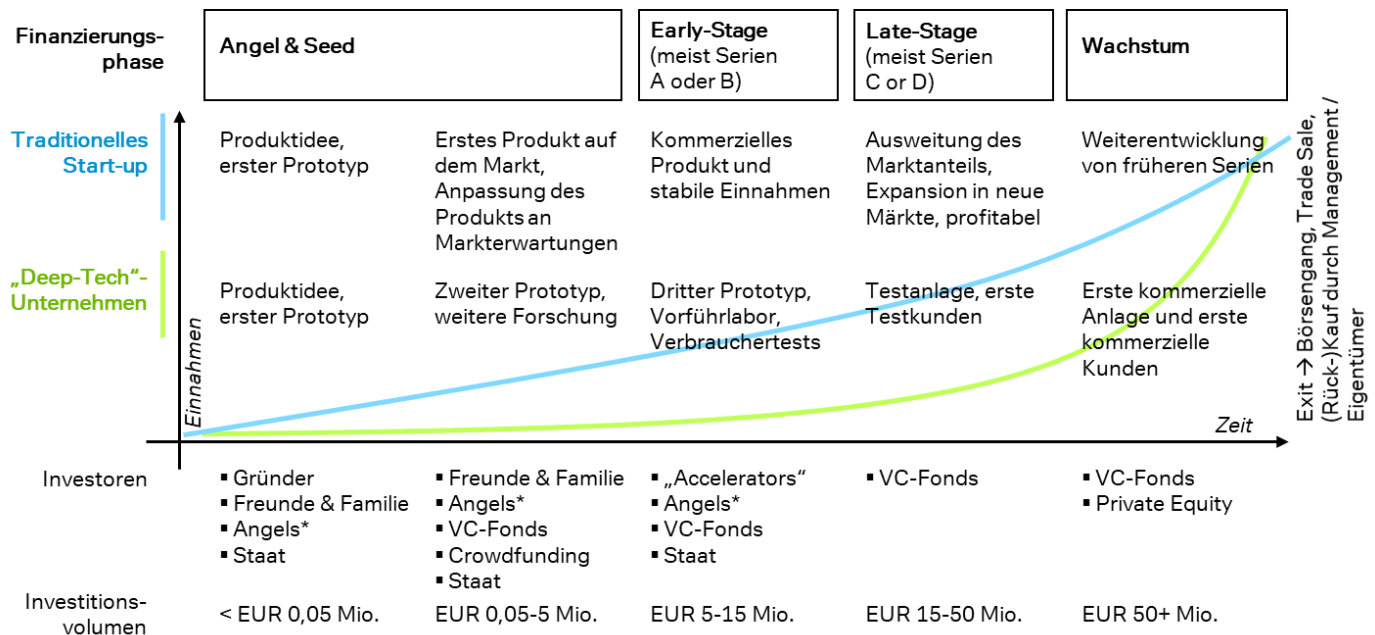
⁷ Dealroom.co, Lake Star und Walden Catalyst (2023). The European Deep Tech Report. 2023 Edition. Januar.



Starke Risikokapitalmärkte: Von zentraler Bedeutung für grüne und digitale Innovationen

Stilisierter Wachstumspfad von Start-ups

5



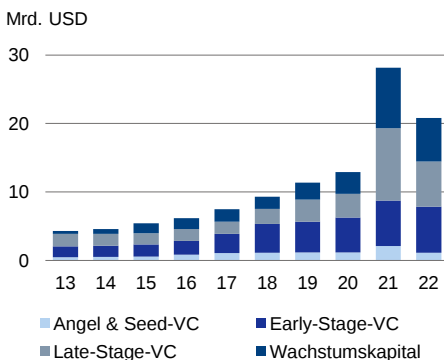
*Angel-Investoren sind häufig wohlhabende Privatpersonen oder Angel-Netzwerke, die jungen Unternehmen Startkapital zur Verfügung stellen.

Quellen: WEF, Invest Europe, Pitchbook/NVCA, Deutsche Bank Research

2. Wachsender EU-Risikokapitalmarkt, aber gegenwärtig mit Gegenwind

Wachsende Risikokapitalinvestitionen in der EU

6



Anm.: Ohne Malta und Zypern

Quellen: OECD, Invest Europe, EBAN, Pitchbook, Deutsche Bank Research

Langfristiges Wachstum, kurzfristiger Rückschlag. Von einem niedrigen Ausgangsniveau aus ist der EU-Risikokapitalmarkt in den letzten zehn Jahren beträchtlich gewachsen. Die jährlichen neuen VC-Investitionen kletterten von USD 4,3 Mrd. im Jahr 2013 auf USD 20,8 Mrd. im Jahr 2022 (Grafik 6). Dazu dürften mehrere Faktoren beigetragen haben: Erstens haben neben privaten Investitionen auch EU- und nationale Förderprogramme den Zugang von Start-ups zu Eigenkapital verbessert. Zweitens folgten das Wachstum und insbesondere der regelrechte Boom im Jahr 2021 einer globalen Entwicklung, die durch niedrige Zinsen und eine expansive Fiskalpolitik angetrieben wurde. Damals ermöglichten es die steigenden Aktienmärkte den VC-Fonds, aus Investitionen auszusteigen und neues Kapital einzuwerben. Darüber hinaus dürfte die zunehmende Zahl von Einhörnern und das starke Wachstum großer Technologieunternehmen dazu geführt haben, dass einige Investoren in diesem Marktsegment aktiv wurden.⁸ Mit den steigenden Zinsen und der erhöhten geopolitischen Unsicherheit aufgrund des russischen Krieges gegen die Ukraine verlangsamten sich die VC-Investitionen 2022 jedoch. Der Abwärtstrend setzte sich 2023 mit einem Rückgang der VC-Investitionen in Europa um 45% ggü. Vorjahr fort.⁹ Sobald die Erholung an den Aktienmärkten durch einen günstigeren volkswirtschaftlichen Ausblick gestützt wird und das Vertrauen der Anleger in robuste und stabile Bewertungen zurückkehrt, könnte sich das Fenster für Börsengänge wieder öffnen, was letztlich auch die Stimmung an den Risikokapitalmärkten verbessern dürfte. Neue Impulse könnten auch von den ab Mitte des Jahres erwarteten Zinssenkungen der Zentralbanken ausgehen, auch wenn die Zinsen wahrscheinlich nicht wieder auf ihre früheren Tiefstände fallen werden.

Was die **Finanzierungsphasen** betrifft, so haben die Late-Stage- und Wachstumsfinanzierung in den letzten Jahren an Gewicht gewonnen und machten

⁸ Bruegel (2022). Venture capital: a new breath of life for European entrepreneurship? Blog post, 10. Februar. Auch Vice (2021). The great competition to give away money. 27. Oktober.

⁹ Pitchbook (2024). 2023 Annual European Venture Report. 17. Januar.

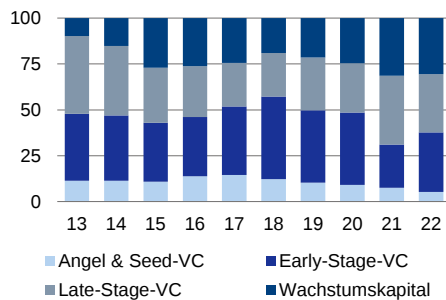


Starke Risikokapitalmärkte: Von zentraler Bedeutung für grüne und digitale Innovationen

Late-Stage- und Wachstumsfinanzierung haben an Bedeutung gewonnen

7

% der gesamten Risikokapitalinvestitionen in der EU



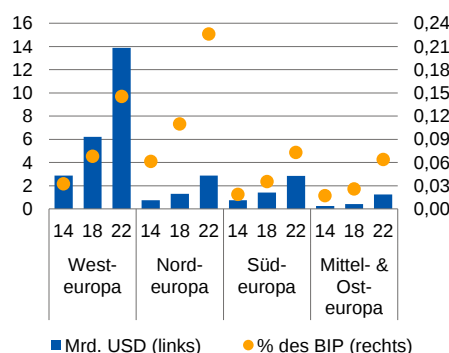
Anm.: Ohne Malta und Zypern

Quellen: OECD, Invest Europe, EBAN, Pitchbook, Deutsche Bank Research

2022 62% der VC-Investitionen aus (Grafik 7). Die EU-Risikokapitalmärkte unterstützen also zunehmend reifere Start-ups bei der Ausweitung ihrer Geschäfte. Allerdings konnten sich sowohl die Wachstums- als auch die Late-Stage-Finanzierung der Abschwächung des VC-Marktes im derzeitigen wirtschaftlichen Umfeld nicht entziehen. Ihre Volumina sind in den letzten zwei Jahren zurückgegangen, was es für reifere Start-ups schwieriger machte, eine Finanzierung zu erhalten. Neugründungen, die sich um eine Erstfinanzierung bemühen, waren ebenfalls von einem Rückgang der Angel- und Seed-VC-Investitionen betroffen. Im Gegensatz dazu blieben die Early-Stage-Investitionen in Start-ups, die bereits eine erste Finanzierung erhalten haben und an der Markteinführung ihres Produkts oder ihrer Dienstleistung arbeiten, relativ stabil. Trotz der gegenwärtigen Abkühlung hat der allgemeine Trend, dass immer mehr Mittel in eher reife Jungunternehmen fließen, im letzten Jahrzehnt auch zu mehr großen VC-Einzelinvestitionen geführt. Transaktionen mit einem Wert von über EUR 10 Mio. machten 2023 15% des VC-Gesamtvolumens in Europa aus, gegenüber nur 4% 2013.¹⁰

EU-Risikokapitalmärkte nach Region: Ähnliche Entwicklung, verschiedenes Niveau

8



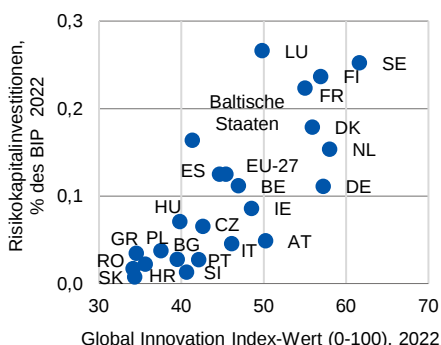
Quellen: OECD, Invest Europe, EBAN, Pitchbook, IWF, Deutsche Bank Research

Unter den Wirtschaftszweigen sticht die IT-Branche hervor, da sie im Zeitraum 2020-23 rund 40% des in Europa investierten Wagniskapitals erhielt. Sie zählt jedoch zu den Sektoren, die von der derzeitigen Abschwächung des Marktes mit am stärksten betroffen sind. Gleichzeitig blieben die VC-Investitionen in „Biotech, Pharma und Gesundheitswesen“ – eine weitere wichtige Zielbranche – relativ stabil.¹¹ Auch eine Reihe aufstrebender Technologien konnte ihren Anteil an der VC-Finanzierung steigern. Dazu gehören u.a. Klimatechnologien (z.B. Elektromobilität, Kohlenstoffabscheidung und -speicherung) und verschiedene Schlüsseltechnologien (z.B. KI, Quantencomputer, Halbleiter).¹²

Regionale Unterschiede innerhalb Europas – größere Wagniskapital-Pools im Norden als im Süden und Osten. Die Größe der Risikokapitalmärkte variiert erheblich zwischen den EU-Ländern (Grafik 8). Darin spiegeln sich vor allem Unterschiede in den Innovationskapazitäten wider (Grafik 9), da Länder mit führenden Forschungseinrichtungen und attraktiven Rahmenbedingungen eher in der Lage sind, ein günstiges Umfeld für Start-ups zu schaffen und damit VC-Investitionen anzuziehen.

Innovative Länder haben häufig einen größeren Risikokapitalmarkt

9



Quellen: WIPO, OECD, Invest Europe, EBAN, Pitchbook, IWF, Deutsche Bank Research

In den skandinavischen Ländern (Schweden, Finnland, Dänemark) sind die Risikokapitalmärkte am weitesten entwickelt. Die VC-Investitionen entsprachen 0,23% des regionalen BIP im Jahr 2022, was deutlich über dem EU-Durchschnitt von 0,13% liegt. Schweden ist mit USD 1 Mrd. der größte Markt in der Region, der über die letzten fünf Jahre auch die stärkste Wachstumsdynamik verzeichnet hat.

In Westeuropa¹³ kam Frankreich in den letzten fünf Jahren auf ein recht starkes Wachstum und überholte mit USD 6,2 Mrd. an VC-Investitionen im Jahr 2022 Deutschland als größten Markt (USD 4,5 Mrd.). Auch die Niederlande gehören zu den dynamischsten Märkten in der Region (USD 1,6 Mrd.). Als wirtschaftliches Schwergewicht Europas liegen die westeuropäischen Länder mit VC-Investitionen in Höhe von 0,15% des BIP insgesamt ziemlich genau im EU-Durchschnitt.

Im Gegensatz dazu sind die Märkte in Süd-¹⁴ sowie Mittel- und Osteuropa mit VC-Investitionen in Höhe von 0,07% bzw. 0,06% des BIP nur etwa halb so groß. In Südeuropa ist Spanien der größte Markt mit VC-Investitionen in Höhe von USD 1,7 Mrd. im Jahr 2022, was 0,13% des BIP entspricht und daher mit den Risikokapitalmärkten in Westeuropa vergleichbar ist. Mit nur 0,05% des BIP liegt

¹⁰ Ebenda.

¹¹ Ebenda.

¹² Dealroom.co et al. (2023) und Atomico et al. (2023). State of European Tech 2023. 28. November.

¹³ Belgien, Deutschland, Frankreich, Irland, Luxemburg, Niederlande, Österreich.

¹⁴ Griechenland, Italien, Portugal, Spanien; ohne Malta und Zypern.

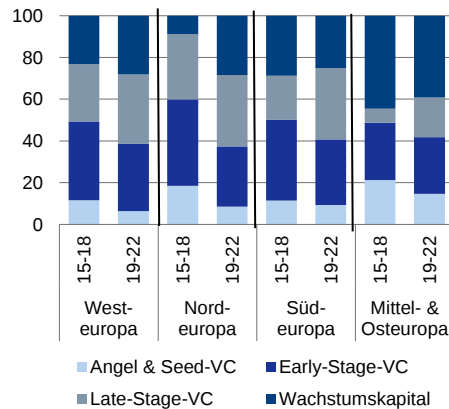


Starke Risikokapitalmärkte: Von zentraler Bedeutung für grüne und digitale Innovationen

Starker Anstieg von Late-Stage-VC in allen Regionen

10

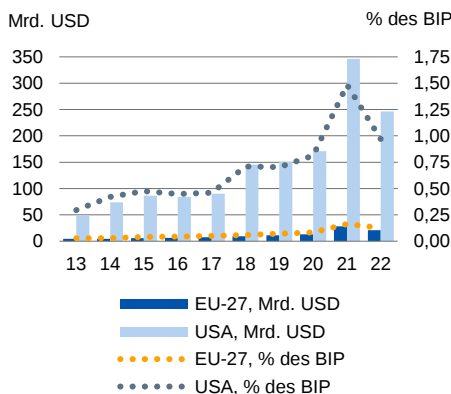
% der gesamten Risikokapitalinvestitionen



Quellen: OECD, Invest Europe, EBAN, Pitchbook, Deutsche Bank Research

Wagniskapitalinvestitionen - in der EU viel niedriger als in den USA

11

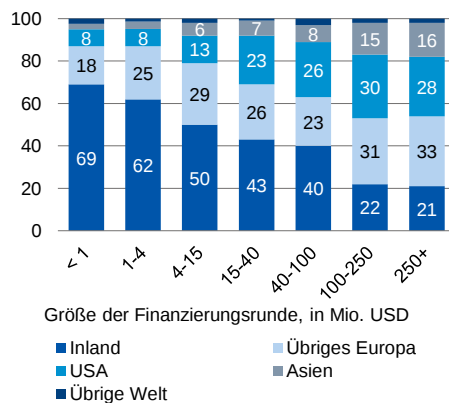


Quellen: OECD, Pitchbook/NVCA, Invest Europe, EBAN, Deutsche Bank Research

Die Hälfte der Investitionen in großen Runden kommt von außerhalb Europas

12

VC-Investitionen in europäische Deep-Tech-Start-ups nach Mittelherkunft (2020-22), in %



Quellen: Dealroom.co, Deutsche Bank Research

Italien deutlich zurück. Auf **Mittel- und Osteuropa** entfällt der geringste Anteil, angesichts von VC-Investitionen im Jahr 2022 von insgesamt USD 1,2 Mrd. Dennoch war hier in den letzten fünf Jahren eine relativ starke Dynamik zu beobachten, insbesondere in Tschechien und den baltischen Staaten.

Hinsichtlich der Investitionsphasen scheinen die Risikokapitalmärkte in den EU-Regionen weitgehend ähnlich zu sein (Grafik 10). Überall hat der Anteil der Late-Stage-Investitionen in den letzten Jahren zugenommen. Dagegen ist der Anteil des Wachstumskapitals nur in West- und Nordeuropa gestiegen. In Mittel- und Osteuropa war er schon (und ist weiterhin) vergleichsweise hoch, was daran liegen könnte, dass große Investitionen in diesem relativ kleinen Markt stärker ins Gewicht fallen.¹⁵

3. Vergleich EU-USA – der Abstand hat sich weiter vergrößert

VC-Investitionen – Finanzierungsrunden sind in Europa tendenziell kleiner als in den USA. Auch wenn der Risikokapitalmarkt in der EU in den letzten zehn Jahren gewachsen ist, bleibt er viel kleiner als in den USA. Während sich bei Ersterem die VC-Investitionen im Jahr 2022 auf 0,13% des BIP beliefen, erreichten sie bei Letzterem 1% des BIP (Grafik 11). Auch die einzelnen Transaktionen sind in den USA in der Regel größer (z.B. im Median USD 5 Mio. für Early-Stage- und USD 13 Mio. für Wachstums-Investitionen) als in Europa (USD 2 Mio. bzw. USD 7 Mio.).¹⁶ Der Unterschied lässt sich nicht nur auf kleinere VC-Fonds in Europa zurückführen. Vielmehr sind diese auch tendenziell risikoscheuer und haben weniger Erfahrung in bestimmten Bereichen wie z.B. Deep-Tech als ihre US-Pendants.¹⁷ Dadurch entsteht eine Lücke bei der Wachstumsfinanzierung (sog. „Scale-up-Gap“), die dazu führt, dass Start-ups in Europa potenziell mehr Schwierigkeiten haben als jene in den USA, ausreichende Mittel für die Expansion ihres Unternehmens einzusammeln. Europäische Scale-ups, d.h. Jungunternehmen in der Wachstumsphase, sind häufig auf außereuropäische Investoren angewiesen, wenn sie eine größere Kapitalzufuhr benötigen. Deep-Tech-Firmen dürften davon besonders betroffen sein, denn etwa die Hälfte ihrer Finanzierung in Runden von über USD 100 Mio. stammt von außerhalb Europas (Grafik 12). Dies erhöht das Risiko, dass europäische Scale-ups ihren Sitz ins Ausland verlagern oder außerhalb der EU an die Börse gehen (z.B. entschied sich das deutsche Elektromobilitäts-Start-up Lilium für eine Börsennotierung in den USA, ebenso wie der Coronavirus-Impfstoffpionier BioNTech und das schwedische Spotify; das estnische Fintech Wise ging an die Londoner Börse). Außerdem können sich ausländische Investitionen in schwierigen Zeiten als weniger stabile Finanzierungsquelle erweisen. In der jüngsten Marktflaute haben US-amerikanische VC-Investoren ihre Investitionen in Europa reduziert¹⁸, was die Kapitalaufnahme, insbesondere in großen Runden, für EU-Start-ups noch schwieriger machte. Darüber hinaus dürften die insgesamt kleineren Finanzierungsrunden in Europa die Bewertungen von Start-ups belasten, was wiederum neue Investoren von einem Engagement abhalten könnte.¹⁹

VC-Fonds und Fundraising – weniger und kleinere Fonds in Europa. Auch die Zahl der Fonds spiegelt den Unterschied in der Marktgröße wider: In Europa gab es 2022 rund 1.900 aktive VC-Fonds, in den USA dagegen mehr als

¹⁵ Invest Europe (2023a). 2022 Central & Eastern Europe private equity statistics. 21. Juni.

¹⁶ Pitchbook (2024) und Pitchbook/NVCA (2024). Q4 2023 Venture Monitor. 10. Januar.

¹⁷ BCG (2022). Can Europe create its own deep-tech giants? 2. August. Ebenso Quas, Anita, et al. (2022). Tackling the scale-up gap. JRC Science for Policy Report. 17. Dezember. Und WEF (2020). Bridging the gap in European scale-up funding: The green imperative in an unprecedented time. 9. Juni.

¹⁸ Atomico et al. (2023).

¹⁹ BCG (2022).

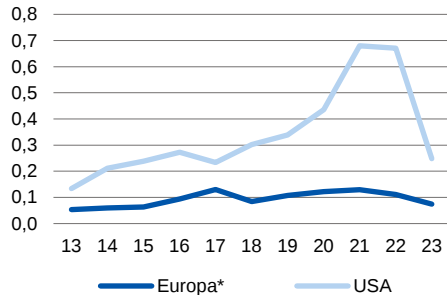


Starke Risikokapitalmärkte: Von zentraler Bedeutung für grüne und digitale Innovationen

Fundraising-Lücke zwischen Europa und den USA - größer und wieder kleiner

13

Von VC-Fonds eingeworbenes Kapital, in % des BIP



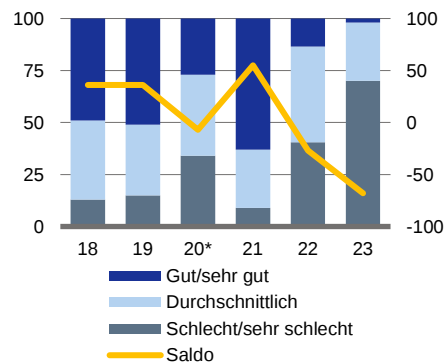
*EU, Großbritannien, Norwegen und Schweiz

Quellen: Pitchbook/NVCA, IWF, OECD, Deutsche Bank Research

VC-Fundraising ist schwierig geworden in der EU

14

Wahrnehmung des aktuellen Fundraising-Umfelds
Links: Anteil der befragten VC-Fonds, in %
Rechts: Saldo



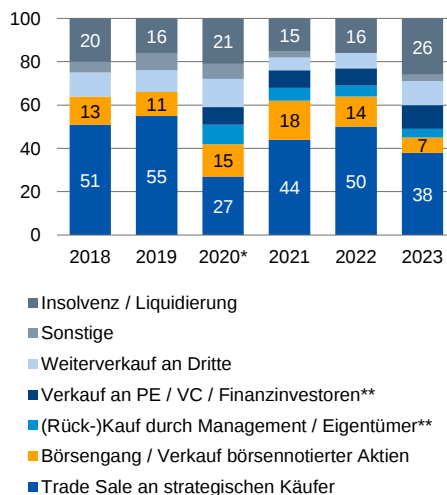
*Umfrage vom Oktober 2020

Quellen: EIF VC Survey 2023, Deutsche Bank Research

Trade Sales - die am häufigsten gewählte Exit-Option europäischer VC-Investoren

15

Exit-Varianten in %



*Umfrage vom Oktober 2020

**Kategorien wurden 2020 neu eingeführt

Quellen: EIF VC Survey 2023, Deutsche Bank Research

6.300.²⁰ Darüber hinaus ist der durchschnittliche Fonds in der EU mit EUR 60 Mio. nur etwa halb so groß wie sein US-Pendant.²¹ Insbesondere gibt es in den USA siebenmal so viele große VC-Fonds (mit einem verwalteten Vermögen von über EUR 500 Mio.) wie in Europa. Auf dieser Seite des Atlantiks gibt es also einen relativen Mangel an Fonds, die in der Lage sind, großvolumige Wachstumsrunden zu finanzieren.²²

Beim Fundraising hatte sich der Abstand zwischen den USA und Europa in den letzten zehn Jahren vergrößert. Im Zuge des jüngsten Abschwungs verschlechterte sich das Marktumfeld auf beiden Seiten, wobei das eingeworbene Wagniskapital im vergangenen Jahr in den USA stärker zurückging als in Europa (Grafik 13). Die Stimmung am Markt hat sich entsprechend eingetrübt. In der jüngsten Umfrage des Europäischen Investitionsfonds (EIF) stufen bemerkenswerte 70% der europäischen VC-Fonds das derzeitige Fundraising-Umfeld als schwierig ein (Grafik 14). Zumindest für 2024 erwarten etwa 40% der befragten Fonds eine Verbesserung.²³

Woher kommt Risikokapital üblicherweise? Private Unternehmen steuerten im Jahr 2022 – letzte verfügbare Daten – den größten Anteil (31%) zu dem von europäischen VC-Fonds eingesammelten Kapital bei, gefolgt von Family-Offices und Privatpersonen (17%) sowie staatlichen Stellen (14%). Im Vergleich dazu spielten traditionelle Finanzinstitute wie Banken, Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften nur eine kleine Rolle.²⁴ Sie scheinen im gegenwärtigen Marktumfeld bei Investitionen in Wagniskapital zurückhaltender geworden zu sein, während die Investitionsbereitschaft öffentlicher Stellen weitgehend stabil erscheint.²⁵

Exit-Möglichkeiten – außerhalb der EU für viele Start-ups. Im Idealfall können VC-Investoren durch den Verkauf ihrer Anteile gewinnbringend aus der Beteiligung an einem Start-up aussteigen. Die von europäischen VC-Investoren am häufigsten gewählte Exit-Variante sind sog. Trade Sales an strategische Käufer. Dies sind meist Unternehmen, die an der Technologie oder den Dienstleistungen des Start-ups interessiert sind (Grafik 15). Börsengänge sind ebenfalls eine wichtige, aber insbesondere im derzeitigen Marktumfeld weniger genutzte Ausstiegsoption. Aufgrund des Abschwungs kam es im letzten Jahr auch vermehrt zu Insolvenzen und Liquidationen von Jungunternehmen.

Das schwierige makroökonomische Umfeld dämpfte die Exit-Tätigkeit, die im zweiten Halbjahr 2022 stark zurückging und seither auf niedrigem Niveau verharrt. In Europa erzielten mit Wagniskapital finanzierte Unternehmen im Jahr 2023 einen Exit-Wert von USD 13 Mrd. Das ist ein Minus von 70% ggü. Vorjahr und so wenig wie zuletzt 2013. In den USA brach die Exit-Tätigkeit 2022 ein und sank im vergangenen Jahr weiter auf USD 62 Mrd. (-22% ggü. Vj.).²⁶ In beiden Märkten war dies bedingt durch einen Rückgang der Start-up-Bewertungen und eine geringe Anzahl von Börsengängen.

Das Exit-Umfeld in der EU gilt im Allgemeinen als weniger günstig als in den USA. So weisen z.B. die US-Börsen eine etwa 2,8-mal so hohe Marktkapitalisierung auf wie alle europäischen Börsen, einschließlich der britischen. Dies führt dazu, dass viele Exit-Optionen außerhalb der EU liegen. Zwei von drei Börsengängen von Start-ups, die von europäischen VC-Firmen finanziert wurden, fanden 2023 an Nicht-EU-Börsen statt. Außerdem hatte bei fast der Hälfte der

²⁰ Invest Europe (2023b). Investing in Europe: Private equity activity 2022. 3. Mai. Ebenso Pitchbook/NVCA (2023). Q1 2023 Venture Monitor. 12. April.

²¹ EUR-Lex (2021). Europäische Risikokapitalfonds. 9. November.

²² EIF (2023a). Scale-up financing gap. 12. September.

²³ EIF (2023b). EIF VC Survey 2023: Market sentiment, scale-up financing and human capital. In: Working Paper 2023/93.

²⁴ Invest Europe (2023b).

²⁵ EIF (2022). EIF VC Survey 2022: Market sentiment and impact of the current geopolitical & macroeconomic environment. In: Working Paper 2022/82.

²⁶ Pitchbook (2024) und Pitchbook/NVCA (2024).

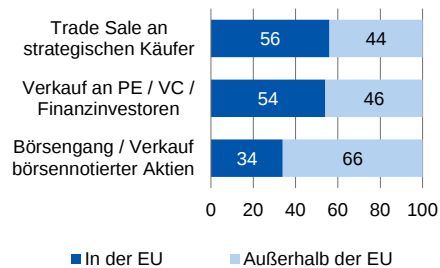


Starke Risikokapitalmärkte: Von zentraler Bedeutung für grüne und digitale Innovationen

Exits oft durch Verkauf an Käufer oder über Börsen außerhalb der EU

16

Hauptsitz des Käufers / Ort des Börsengangs, 2023, in %



Anm.: Kann Portfoliounternehmen umfassen, die bereits vor dem Exit außerhalb der EU ansässig waren.

Quellen: EIF VC Survey 2023, Deutsche Bank Research

Trade Sales der Käufer seinen Hauptsitz außerhalb der EU (Grafik 16). Zugegebenermaßen scheint dies im Technologiesektor etwas anders zu sein, wo europäische Käufer 77% des gesamten Volumens der angekündigten Trade Sales im Jahr 2022 ausmachten. In diesem Sektor weckten Diskussionen über europäische Souveränität (d.h. das wahrgenommene Risiko eines Technologieabflusses) bei einigen Investoren die Sorge, dass ein Verkauf an Käufer außerhalb der EU in Zukunft möglicherweise eingeschränkt werden könnte. Insgesamt dauert es in Europa im Vergleich zu den USA meist länger, bis es zu einem Exit von VC-finanzierten Technologieunternehmen kommt, was auf ein risikoscheueres und weniger entwickeltes Exit-Umfeld hindeutet.²⁷

4. Ausblick – EU-Risikokapitalmärkte dürften weiter wachsen, müssen aber strukturelle Probleme überwinden

Die europäischen Risikokapitalmärkte haben sich in den letzten zehn Jahren erheblich weiterentwickelt: Das Investitionsvolumen hat sich fast verfünffacht und das Ökosystem ist reifer und widerstandsfähiger geworden. Um jedoch weiter zu wachsen und möglicherweise sogar den Abstand zu den USA zu verringern, muss die VC-Branche in der EU nicht nur die derzeitige Marktflaute überwinden, sondern es müssen auch mehrere strukturelle Probleme angegangen werden. Dies ist das erklärte Ziel einer Reihe politischer Initiativen, wobei es Zeit brauchen wird, bis sie ihre volle Wirkung entfalten.

Herausforderung #1: Mehr Mittel für Wagniskapitalinvestitionen einwerben. In Bezug auf das Fundraising liegen die EU-Risikokapitalmärkte deutlich hinter den USA zurück. Insbesondere europäische Pensionskassen und Versicherungsgesellschaften haben – gemessen an ihrem gesamten verwalteten Vermögen – kaum in VC-Fonds investiert. Insgesamt sind sie in diesem Sektor weniger aktiv als ihre US-Pendants.²⁸ Die Gründe dafür scheinen mangelnde Erfahrung mit dieser Art von Investitionen, Zurückhaltung aufgrund der damit verbundenen Risiken und in einem gewissen Maß auch regulatorische Hindernisse zu sein.²⁹ Bestimmte Modelle öffentlicher Wagniskapitalinvestitionen (z.B. Dachfonds) könnten eine positive Signalwirkung haben und dazu beitragen, zusätzliche private Investitionen anzuziehen.³⁰ So stellt beispielsweise die „Europäische Scale-up-Maßnahme für Risikokapital“ (European Scale-up Action for Risk capital, ESCALAR) VC-Fonds Eigenkapital und Quasi-Eigenkapital zu ungleichen Bedingungen bereit (gekappte Gewinne, abgesichertes Risiko). Ziel ist es, mit der Aussicht auf höhere Renditen in einem positiven Szenario Anreize für andere Investoren und somit zusätzliche private Investitionen zu schaffen. Darüber hinaus könnte die überarbeitete Verordnung über europäische langfristige Investmentfonds (European Long-Term Investment Funds, ELTIF) weiteres privates Beteiligungskapital mobilisieren, da sie dank flexiblerer Regeln gemeinsame Investitionen und Dachfonds-Strategien ermöglicht und niedrigere Hürden für Kleinanleger vorsieht.

Herausforderung #2: Größere VC-Investitionen ermöglichen. Ein weiterer Schwachpunkt der EU-Risikokapitalmärkte sind die vergleichsweise kleinen Finanzierungsrunden, die es Scale-up-Unternehmen erschweren, in großen Runden genügend Kapital einzusammeln. Das organische Wachstum des VC-Ökosystems könnte dieses Problem mit der Zeit möglicherweise lösen. Doch um den Prozess zu beschleunigen, haben sich mehrere EU-Länder

²⁷ Atomico et al. (2022). State of European Tech 2022. 12. Dezember. Ebenso BCG (2022).

²⁸ Atomico et al. (2023), WEF (2020) und Europäische Kommission (2021). Study on equity investments in Europe: mind the gap. Independent expert report. Februar.

²⁹ Atomico et al. (2023). Ebenso Sachverständigenrat für Wirtschaft (2023). Kapitalmarkt in Deutschland und der EU: Potenziale besser nutzen (Kapitel 3). In: Jahresgutachten 2023/24. 8. November.

³⁰ Politico (2021). EU tries on new role as tech venture capitalist. 24. November.

Starke Risikokapitalmärkte: Von zentraler Bedeutung für grüne und digitale Innovationen

zusammengeschlossen. Im Februar 2023 riefen Frankreich, Deutschland, Spanien, Italien, Belgien und die EIB die „European Tech Champion Initiative“ (ETCI) ins Leben, die bisher mit EUR 3,75 Mrd. unterstützt wird. Dabei handelt es sich um einen Dachfonds, der in große VC-Fonds investiert, mit dem Ziel, mehr Wachstumskapital für europäische Hightech-Unternehmen bereitzustellen (d.h. in Finanzierungsrunden von über EUR 50 Mio.) und deren Übernahme durch außereuropäische Investoren zu verhindern.³¹ Ähnliche Initiativen gibt es auch auf nationaler Ebene, z.B. in Deutschland den von der Bundesregierung aufgelegten *Zukunftsfonds*. Er wird bis 2030 insgesamt EUR 10 Mrd. in Wagniskapitalfonds und Start-ups investieren, wobei er insbesondere größere Finanzierungsrunden ermöglichen soll. In Frankreich hat sich eine Gruppe privater institutioneller Investoren in der zweiten Phase der „Tibi-Initiative“ verpflichtet, im Zeitraum 2023-26 EUR 7 Mrd. in junge Technologieunternehmen zu investieren. Insgesamt bilden die nationalen und EU-Programme (siehe Grafik 17) ein komplexes System der Innovationsfinanzierung, in dem es für Start-ups schwierig sein kann, sich zurechtzufinden.

Innovationsförderlandschaft - wichtige EU-Institutionen17

Initiative	Beschreibung	Finanzierungsphase
Europäisches Innovations- und Technologieinstitut (EIT)	Unabhängige EU-Einrichtung zur Innovationsförderung. Es bringt Unternehmen sowie Bildungs- und Forschungseinrichtungen zusammen, unterstützt den "Proof of Concept" von neuen Technologien und bereitet Start-ups auf ihre erste Finanzierungsrunde vor. Das EIT ist Teil von Horizon Europe.	Seed
Europäischer Innovationsrat (European Innovation Council, EIC)	Im März 2021 als Teil von Horizon Europe gegründet mit dem Ziel, bahnbrechende neue Technologien in der EU zu identifizieren und zu fördern. Ein Kernelement ist der EIC-Accelerator , der Start-ups und KMUs mit Zuschüssen und Beteiligungskapital (bis max. EUR 15 Mio.) unterstützt. Dafür stehen ihm für den Zeitraum 2021-27 insgesamt EUR 10 Mrd. zur Verfügung.	
Europäischer Investitionsfonds (EIF)	Der EIF stellt Beteiligungskapital für Venture Capital- und Wachstumsfonds bereit. Er ist Teil der EIB-Gruppe und einer der Umsetzungspartner von InvestEU Equity (EUR 10 Mrd. bis 2027).	Wachstum

Quellen: Bruegel, WEF, Politico, Deutsche Bank Research

Herausforderung #3: Marktfragmentierung überwinden. Innerhalb Europas haben grenzüberschreitende VC-Investitionen in den letzten Jahren zugenommen. Wie oben gezeigt, finden Early-Stage-Investitionen aber immer noch überwiegend im Heimatland statt. Dies hat zur Folge, dass Start-ups je nach Standort ungleiche Startbedingungen vorfinden, da die Risikokapitalmärkte in den EU-Ländern sehr unterschiedlich entwickelt sind. Daher ist der Ausbau regionaler Märkte nach wie vor von zentraler Bedeutung.³² Darüber hinaus könnten gemeinsame EU-Initiativen bis zu einem gewissen Grad dazu beitragen, die Fragmentierung zu überwinden, auch wenn das EIT und der EIC in der Vergangenheit dafür kritisiert wurden, osteuropäische Start-ups nicht ausreichend unterstützt zu haben.³³

Herausforderung #4: Exit-Möglichkeiten innerhalb der EU verbessern. Das relativ schwache Exit-Umfeld ist ein weiterer Nachteil des EU-Risikokapitalmarktes, der Investoren davon abhalten könnte, sich überhaupt mit Wagniskapital an Start-ups zu beteiligen. In diesem Zusammenhang arbeitet die EU derzeit daran, für Start-ups den Zugang zu den Aktienmärkten zu verbessern. Das

³¹ Euractiv (2023). EU launches Tech Champions Initiative to keep European ownership of scale-ups. 14. Februar.
³² Bruegel (2022). Ebenso CEPS und ECMI (2022). Time to re-energise the EU's capital markets. Building investable and competitive ecosystems. 30. November.
³³ Politico (2021).



Starke Risikokapitalmärkte: Von zentraler Bedeutung für grüne und digitale Innovationen

„Maßnahmenpaket für Börsennotierungen“, auf das sich der Europäische Rat und das Parlament jüngst geeinigt haben, enthält vereinfachte Prospektvorschriften und zielt darauf ab, den administrativen Aufwand für Börsengänge zu verringern. Zudem werden EU-weit Mehrfachstimmrechte zugelassen, um Börsengänge auch für diejenigen Gründer attraktiv zu machen, die die Kontrolle über ihr Unternehmen behalten wollen. Obwohl dies mit Schutzmaßnahmen für Minderheitsaktionäre einhergeht und auf KMU-Wachstumsmärkte beschränkt ist, wird es mit Blick auf die Aktionärsrechte kritisiert.³⁴ In ähnlicher Weise führt auch das kürzlich verabschiedete deutsche „Zukunftsfinanzierungsgesetz“ Mehrfachstimmrechte wieder ein. Zudem senkt es die Hürden für Börsengänge (z.B. geringere Mindestkapitalanforderung von EUR 1 Mio., statt zuvor EUR 1,25 Mio.) und enthält vorteilhaftere Steuervorschriften für Mitarbeiterbeteiligungen. Diese Maßnahmen könnten zwar Börsengänge in Europa etwas attraktiver machen. Sie sind aber insgesamt kein großer Wurf und werden wahrscheinlich das grundlegende Problem der geringeren Liquidität an europäischen Börsen im Vergleich zu den USA nicht beheben.

Gründe für Optimismus, dass die Risikokapitalmärkte den grünen und digitalen Wandel in Europa voranbringen werden. Gerade jetzt, da die EU begonnen hat, den Übergang zu einer klimaneutralen und digitalen Wirtschaft zu beschleunigen, braucht es eine wirkliche Kapitalmarktunion und insbesondere Risikokapitalmärkte, um innovative Start-ups zu finanzieren, die diese strukturellen Veränderungen vorantreiben werden. Die Voraussetzungen dafür sind vorhanden – Europa kann auf eine lebendige Start-up-Szene und einen wachsenden Pool erfahrener Gründer zählen.³⁵ Für diese jungen, innovativen Unternehmen hat sich der Zugang zu Wagniskapital in den letzten zehn Jahren verbessert, aber es existieren noch einige Schwächen beim Fundraising, der Wachstumsfinanzierung und beim Exit-Umfeld. Dennoch gibt es mehrere Gründe, optimistisch zu sein, dass die europäischen Risikokapitalmärkte in den kommenden Jahren weiter reifen werden:

- (1) Gezielte öffentliche Innovationsförderprogramme sowie wahrscheinliche Fortschritte bei der Vollendung der Kapitalmarktunion könnten für Rückenwind sorgen.
- (2) Ein breiter aufgestelltes Ökosystem mit einer zunehmenden Anzahl erfolgreicher und wachstumsstarker europäischer Start-ups könnte weitere Investoren anziehen. Die bisher geringe Beteiligung von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen stellt ein erhebliches Potenzial für zusätzliches VC-Fundraising dar.
- (3) Für 2024 wird eine Verbesserung des Exit-Umfeld erwartet.³⁶ Das könnte den Risikokapitalmärkten neue Impulse geben und sie zurück auf einen langfristigen Wachstumspfad bringen.

Ursula Walther (+44 203 281-4564, ursula.walther@db.com)

³⁴ Bruegel (2023). The Listing Act: no more than a minor boost to EU equity markets. 26. Juni.

³⁵ Atomico et al. (2023).

³⁶ EIF (2023b) und EY (2023). Global IPO Trends 2023. 14. Dezember.



Starke Risikokapitalmärkte: Von zentraler Bedeutung für grüne und digitale Innovationen

© Copyright 2024. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

ISSN (Online): 1612-0264