

# MYTHOS VISIONEN CHANCEN

Venture Capital  
in den USA, Deutschland und Europa



**MACKEWICZ & PARTNER**  
MANAGEMENT CONSULTANTS

### 3. Über diese Studie

Unternehmer, Firmengründer, Venture-Capital-Manager und Hochschulabsolventen aus aller Welt bewundern die Vereinigten Staaten für ihre bahnbrechenden Innovationen, die wegweisenden Technologien und marktführenden Produkte sowie für die Art und Weise, in der immer wieder neue Unternehmen aus diesem Land hervorgehen. Die Vereinigten Staaten verfügen über ein Unternehmertum förderliches Klima, in dem Pioniergeist, Managementfähigkeiten, aufnahmefähige Märkte und Finanzierungsmöglichkeiten in optimaler Weise aufeinander treffen.

***Innovationsmotor  
USA***

Aber auch in Deutschland ist in den letzten Jahren ein Boom an Neugründungen von High-Tech-Firmen und parallel dazu eine überaus dynamische Entwicklung der Venture-Capital-Branche zu beobachten. Das Beteiligungskapital für etablierte Unternehmen ist hingegen ein wenig in den Hintergrund getreten. Es ist aber zu erwarten, dass auch die Expansions- und Buyout-Finanzierungen bald wieder deutlich wachsen werden. Sie werden von Impulsen wie der Unternehmenssteuerreform, dem bevorstehenden Generationswechsel in vielen familiengeführten Unternehmen und dem fortschreitenden Umbau der großen Konzerne profitieren.

***Boom an High-Tech  
Start-ups in  
Deutschland***

Wir haben für diese Studie umfangreiche Sekundärdatenanalysen durchgeführt, wobei uns die Research-Abteilungen der Europäischen Investitionsbank (EIB) und der Bayerischen Landesbank unterstützt haben. Darüber hinaus haben wir in mehrwöchigen Aufenthalten in den USA die dortige Venture-Capital-Szene kennen gelernt und rund 60 Interviews mit Persönlichkeiten aus der amerikanischen VC-Branche und VC-finanzierten Unternehmen geführt. Ebenso haben wir die Erkenntnisse aus rund 60 Interviews mit Venture-Capitalisten und VC-finanzierten Unternehmen aus Deutschland in diese Untersuchung einfließen lassen. Wir haben sowohl die Jahreskonferenz der amerikanischen Branchenvertretung National Venture Capital Association (NVCA) als auch die des Bundesverbandes der deutschen Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) besucht. Darüber hinaus haben wir aktiv an dem vom BVK und der US-Botschaft ausgerichteten Workshop „Venture Capital in Germany and America: Getting the Framework Right for Entrepreneurship“ teilgenommen und die daraus gewonnenen Erkenntnisse integriert.

***Umfassendes  
Desk-Research***

***120 Interviews  
in den USA  
und Deutschland***

***Betrachtung  
makroökonomischer  
Leistungsdaten  
einzelner Länder***

Der Aufbau dieser Studie nimmt seinen Anfang mit dem Kapitel „**Makroökonomische Rahmenbedingungen**“. Hier setzen wir uns mit einem Vergleich der makroökonomischen Leistungsdaten einzelner Länder auseinander. Dieser Vergleich betrifft sowohl die Kennziffern als auch „weiche“ Faktoren wie historisch bedingte Besonderheiten oder Mentalitäten von Gründern.

***Entstehung der  
VC-Branche***

Das Kapitel „**Die Entstehungsgeschichte der VC-Branche in den USA und Deutschland**“ zeichnet die Phasen der Entwicklung der VC-Branche nach, stellt die Initiatoren vor, beleuchtet die Rolle des Staates und zieht schließlich den Vergleich zur Entwicklung in Deutschland.

***Status-Quo***

Darauf folgt das Kapitel „**Aktuelle Marktsituation und die Bedeutung des Venture Capital in den USA und Europa**“, das sich mit Statistiken über die Dimensionen der Venture-Capital-Märkte in den USA, Europa und Deutschland beschäftigt. Wir machen dabei auf Differenzen aufmerksam und kommentieren die Besonderheiten der Märkte.

***Qualitative  
Trendsetter***

In dem Kapitel „**Qualitative Trendsetter für die Entwicklung der VC-Märkte**“ beschreiben wir die spezifischen Charakteristika des VC-Geschäftes und identifizieren markttreibende Faktoren und deren Auswirkungen auf die Entwicklung der Venture-Capital-Märkte.

***Blick nach vorne***

Im Schlusskapitel „**Tendenzen und Ausblick**“ analysieren wir die Exit-Potenziale für die VC-Gesellschaften, indem wir auch die Aktienkulturen der USA und Deutschlands beschreiben. Wir gehen darüber hinaus auf die Besonderheiten der „New Economy“ ein und berichten über die bevorstehende Internationalisierung der VC-Branche. Schließlich entwickeln wir ein Szenario mit dem Ziel, die quantitative Entwicklung der deutschen VC-Branche zu prognostizieren.

#### 4. Executive Summary

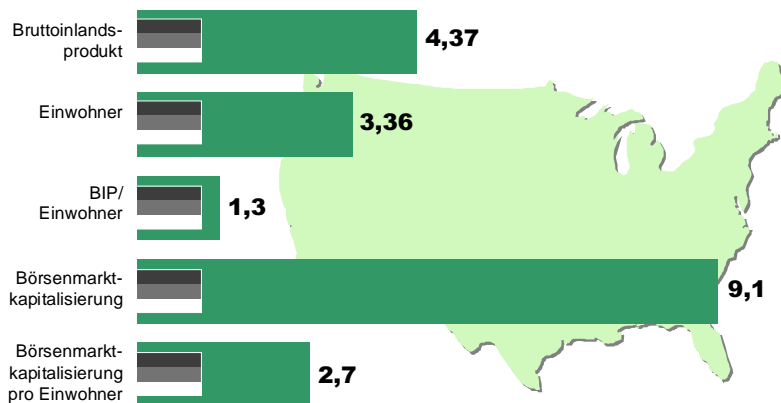
In der europäischen und deutschen Politik und Öffentlichkeit gilt der US-amerikanische VC-Markt als Vorbild par excellence. Ein seriöser Vergleich der Venture-Capital-Märkte der USA und Deutschlands muss jedoch historische Entwicklungen sowie Unterschiede in der Wirtschaftskraft der Länder, der Größe der Heimatmärkte, der Finanz- und Sozialsysteme und der Hochschullandschaften berücksichtigen. Er darf darüber hinaus auch Divergenzen bei den so genannten „weichen Faktoren“ nicht außer Acht lassen. Darunter verstehen wir unterschiedliche Kulturen und Mentalitäten sowie die gesellschaftliche Akzeptanz des Unternehmertums.

*Berücksichtigung  
gesamtwirtschaftlicher  
Rahmendaten*

#### Makroökonomische Rahmenbedingungen

Wie die unten stehende Grafik zeigt, sind die USA bei den für einen Vergleich der Venture-Capital-Märkte relevanten Kennzahlen Deutschland um das 1,3-fache (BIP/Einwohner) bis 9,1-fache (Börsenmarktkapitalisierung) überlegen.

**Vergleich Deutschland - USA  
(Deutschland = 1)**



→ USA ist 4,16 x größer als Deutschland

Mehr als die Hälfte des Wirtschaftswachstums der USA wird von Industriezweigen generiert, die vor zehn Jahren noch gar nicht existierten. Die rapiden Fortschritte in der Informations- und Biotechnologie nutzen die Vereinigten Staaten offensichtlich besser als andere Industrieländer – mit dem Erfolg, dass sie das inflationsfreie Wachstumspotenzial ihrer Volkswirtschaft auf Dauer gesteigert haben. In einer aktuellen Einschätzung der relativen Wettbewerbsfähigkeit von 47 wirtschaftlich

*Innovationen werden  
in den USA  
konsequenter umgesetzt  
als in Deutschland*

bedeutenden Ländern belegt Deutschland aufgrund seiner hohen Unternehmenssteuerbelastung und seiner schlechten Rahmenbedingungen für den Arbeitsmarkt nur Rang Acht, während den USA die höchste Standortqualität bescheinigt wird<sup>1)</sup>.

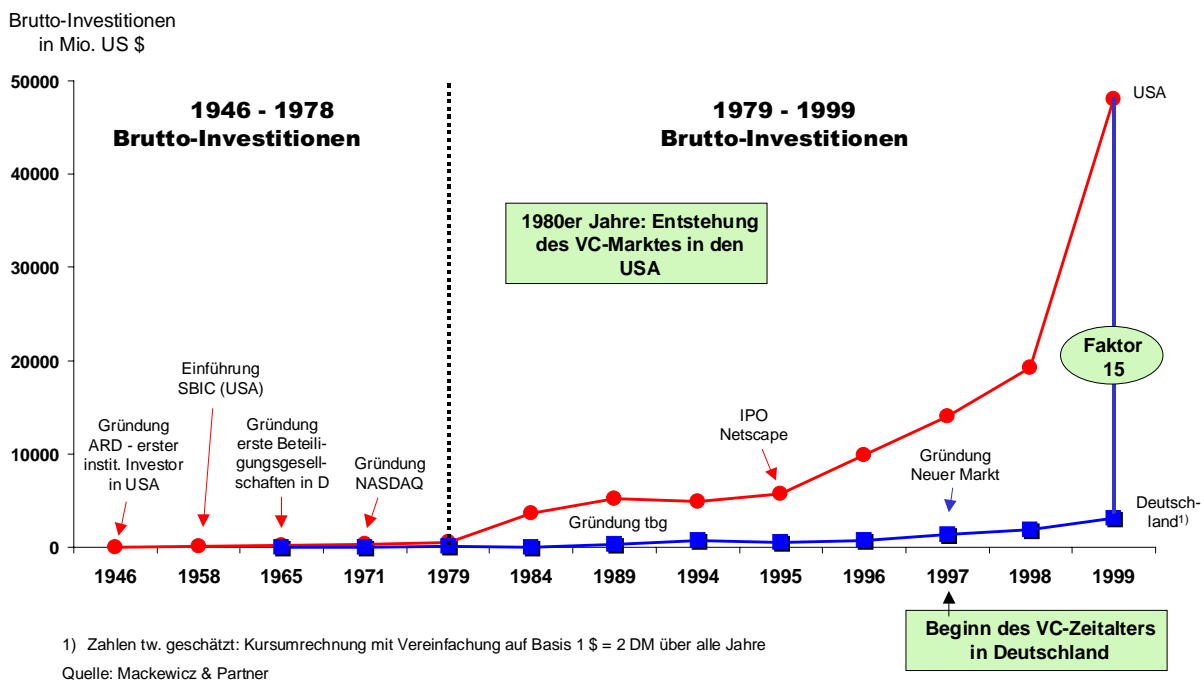
**Deutschland  
kein Land von  
„Aktienmuffeln“ mehr**

Sowohl die Börsenlandschaft als auch das Anlegerinteresse haben sich in Deutschland in weniger als fünf Jahren stark verändert. Die Aktie ist in Deutschland aus dem Dornröschenschlaf erwacht. Doch noch immer ist in den USA die Börsenmarktkapitalisierung in Prozent des BIP fast drei Mal so hoch wie in Deutschland.

**VC-Markt auch in  
den USA mit  
staatlichen Impulsen**

## Die Entstehungsgeschichte der VC-Branche in den USA und Deutschland

Auch in den USA wird der VC-Markt seit den fünfziger Jahren durch staatliche Förderprogramme subventioniert beziehungsweise stimuliert. Anders ausgedrückt: ohne staatliche Anschubfinanzierung hätte der US-amerikanische VC-Markt nicht den heutigen Status erreicht! Dennoch ließ der Durchbruch der VC-Branche in den USA 35 Jahre auf sich warten.



In Deutschland liegen die Anfänge der VC-Industrie nicht so weit zurück wie in den USA. Eine Ursache dafür liegt auch in der unterschied-

<sup>1)</sup> Institute for Management Development (IMD), Lausanne (World Competitiveness Yearbook)



lichen Entwicklung der Kapitalmärkte der beiden Länder. Der Wiederaufbau der Nachkriegszeit wurde in Deutschland fast ausschließlich mit Krediten finanziert, so dass keine Diskussion über das Thema Venture Capital aufkam. Statt dessen entwickelte sich ein leistungsfähiges Kreditwesen.

*Fremdkapitalkultur  
in Deutschland ...*

Banken sind in den USA genauso zurückhaltend bei der Kreditvergabe an junge Unternehmen wie in Deutschland. Dafür versorgen in höherem Maße Business Angels und die Venture-Capital-Branche junge Unternehmen mit Eigenkapital. Auch die hoch entwickelte Investmentbanken-Szene und die reiferen Exit-Märkte – die von einer ausgeprägten Aktienkultur unter den Amerikanern profitieren – beeinflussen die Kapitalversorgung positiv. Funktionierende Aktienmärkte bestimmen auch wesentlich die Entwicklung der VC-Branche.

*... versus Eigenkapital-  
kultur in den USA*

### **Aktuelle Marktsituation und die Bedeutung des Venture Capitals in den USA und Europa**

Die Anzahl der Beteiligungsgesellschaften ist in den USA und Europa in den vergangenen Jahren signifikant gestiegen. Sie liegt in den USA bei 620, in Europa bei 950 und in Deutschland bei 180 Unternehmen. Der in Deutschland vermutlich noch bevorstehende „Shake out“ auf der Kapitalgeberseite hat in den USA bereits stattgefunden. Dort hat sich eine reife Branche mit zahlreichen professionellen Playern entwickelt, die auf eine über 20-jährige Nasdaq-Erfahrung einschließlich des Crashes von 1987 zurückblickt. Sie rekrutiert kontinuierlich Nachwuchs aus dem Kreis erfolgreicher Unternehmer und Manager.

Pensionsfonds spielen in den USA eine deutlich höhere Rolle als Geldgeber für die VC-Fonds als in Deutschland. Die Einführung von Pensionsfonds in Deutschland würde dem VC-Markt wichtige Impulse geben.

*Pensionsfonds in  
den USA wesentlich  
weiter verbreitet  
als in Deutschland*

In den USA ist eine Entwicklung hin zu immer größeren Fonds zu beobachten. Eine Folge dieser Entwicklung ist eine Verschiebung der Aktivitäten von Early-Stage- zu Later-Stage-Investitionen. Das genaue Gegenteil ist in Deutschland zu beobachten: Hier steigt der Anteil der Early-Stage-Investments und der der Expansionsfinanzierungen sinkt. Wir gehen davon aus, dass der deutsche Markt mittelfristig die Entwicklung nachvollziehen wird, die in den USA zu beobachten ist.

*Anteil Expansions-  
finanzierungen wird  
in Deutschland  
steigen*

**Erfolgreiche Frühphasenfinanzierer erweitern ihr Spektrum**




Anders als in Deutschland, wo sich die Venture-Capitalisten mit ihren Investitionen oft auf einzelne Phasen der Unternehmensentwicklung fokussieren, dominiert in den USA das „balanced portfolio“. Amerikanische VCs spezialisieren sich dagegen häufiger auf einzelne Branchen. Weil erfolgreiche Venture-Capital-Gesellschaften sukzessive aus dem Early-Stage-Geschäft abwandern, sind wir der Auffassung, dass staatliche Unterstützung weiterhin nötig sein sind.

Wurden von amerikanischen Beteiligungsgesellschaften 1999 umgerechnet 45 Mrd. Euro investiert, so waren es in Europa 25 Mrd. Euro und in Deutschland 3,2 Mrd. Euro. Zwei Drittel der amerikanischen Investitionen hatten 1999 Bezug zum Internet.

Nicht nur der gesamte VC-Markt, auch die Aktivitäten der einzelnen Marktteilnehmer haben in den USA größere Dimensionen als in Europa oder Deutschland: Eine amerikanische Venture-Capital-Gesellschaft bewegte 1999 durchschnittlich 72 Mio. Euro, eine europäische 26 Mio. Euro und eine deutsche 18 Mio. Euro. Noch deutlicher ist der Unterschied bei der Durchschnittsgröße der Investitionen: Eine US-Beteiligungsgesellschaft investierte 12,5 Mio. Euro je Unternehmen, eine europäische aber nur 2,2 Mio. und eine deutsche 2,1 Mio. Euro.

**Einwerbung von VC auch in den USA ein schwieriges Unterfangen**

Auch wenn die Kapitalausstattung der Unternehmen in der Frühphase in den USA weitaus großzügiger ausfällt, braucht sich Deutschland hier nicht zu verstecken. Für aufstrebende junge Unternehmen ist es in den USA genauso schwer – wenn nicht sogar schwerer – Venture Capital einzuwerben wie in Deutschland.

	 <b>USA</b>	 <b>Deutschland</b>	 <b>Europa</b>
■ Anzahl VC-Gesellschaften	620	180	950
■ Bruttoinvestitionen 1999 (Mrd. Euro)	45	3	25
■ Anzahl Early Stage	22%	31%	13%
■ Anzahl VC-finanzierter Unternehmen in 1999	3.638	1.554	11.253
■ Durchschnittliche Beteiligungsvolumina (in Mio. Euro)	12,5	2,1	2,2
■ Erfolgswahrscheinlichkeit (für die Einwerbung von VC)	0,066%	0,072%	0,071%

Quelle: Nationale Verbände,  
Recherche und Berechnungen Mackewicz & Partner

## Qualitative Trendsetter für die Entwicklung der VC-Märkte

In den USA hat sich eine sehr lebendige Kultur von „Business Angels“ entwickelt. Meist handelt es sich um erfahrene Manager oder Firmengründer, die sich der Herausforderung der „Seed-Finanzierung“ angenommen haben und institutionelle VCs in dieser Phase substituieren. In Deutschland wächst diese Generation von Business Angels gerade erst heran.

***Business Angel-  
Kultur in den USA  
stark ausgeprägt***

Es sind aber noch weitere Aspekte für den unterschiedlichen Entwicklungsstand der VC-Märkte in Deutschland und Europa verantwortlich. So ist die enge Verbindung zwischen der Wissenschaft und der Wirtschaft in den USA ein stimulierender Faktor für Unternehmensgründungen und Entrepreneurship.

***Schulterschluss  
zwischen Wissenschaft  
und Wirtschaft***

Selbstständigkeit und Unternehmertum sind in Deutschland und Europa deutlich schwächer entwickelt als in den USA. In Deutschland werden potenzielle Unternehmensgründer viel mehr als in den USA dadurch abgeschreckt, dass sie bei einem Scheitern ihrer wirtschaftlichen Existenz beraubt wären. In den USA wird einem Gescheiterten dagegen zugute gehalten, dass er aus seinen Fehlern lernen konnte und damit über wertvolle Erfahrungen verfügt.

***Kultur des  
Scheiterns***

Aber auch Corporate Venture Capital genießt in den USA einen deutlich höheren Stellenwert als in Deutschland. Amerikanische Großunternehmen nutzen VC in sehr bedeutendem Umfang als strategisches Instrument, während europäische Unternehmen eher auf die eigene Forschung und Entwicklung vertrauen.

***Corporate Venture  
Capital im Aufwind***

In den USA ist der Networking-Aspekt, das Beziehungsgeflecht der Venture-Capital-Gesellschaften, deutlich stärker ausgeprägt als in Deutschland. Die Erklärung dafür liegt auf der Hand: In der amerikanischen VC-Branche sind deutlich mehr Beteiligungsmanager beschäftigt, die vorher einflussreiche Positionen in der Industrie bekleidet haben.

## Tendenzen und Ausblick

Deutschland hat in Sachen Entrepreneurship und Gründungsbereitschaft in den letzten Jahren mächtig aufgeholt. Derzeit bieten sich Investoren hier zu Lande vielleicht sogar attraktivere Gelegenheiten als in den USA.

***Deutschland  
holt auf***



**Europa wird für  
US-VCs interessanter**

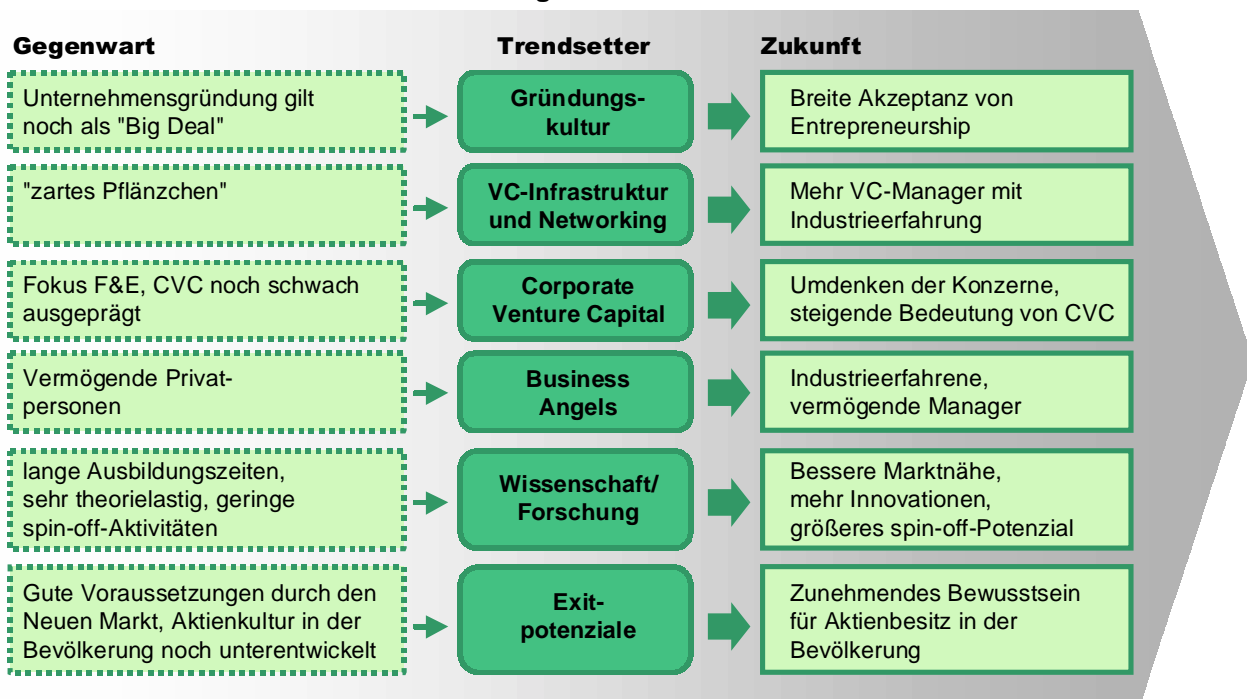
Da amerikanische Venture-Capitalisten zunehmend unter Anlagedruck stehen und ihr Portfolio ausbauen oder diversifizieren müssen, kommen sie an Europa nicht mehr vorbei. Venture Capital ist allerdings ein regionales Geschäft. Die amerikanischen VCs kommen nicht umhin, in Europa Niederlassungen aufzubauen und auf lokales Management zu setzen. Der Arbeitsmarkt für geeignete Beteiligungsmanager ist in Deutschland allerdings so eng, dass es amerikanischen VCs nicht leicht fallen wird, schlagkräftige Managementteams zusammenzustellen. Einige US-amerikanische Venture-Capitalisten werden sich deshalb über Akquisitionen deutscher oder europäischer VC-Gesellschaften Zugang zu den nationalen Märkten verschaffen. Von noch stärkerem Interesse dürfte Deutschland jedoch für die großen angelsächsischen Buyout-Spezialisten sein – der deutsche Buyout-Markt befindet sich selbst im europaweiten Vergleich noch in den Anfängen.

**Stärkere Ausrichtung  
auf „balanced portfolio“**

Wir gehen davon aus, dass mittelfristig auch erfolgreiche deutsche VC-Gesellschaften sich in Richtung „balanced portfolio“ bewegen und den bisher eingeschlagenen Weg der Fokussierung auf eine Investmentphase verlassen werden.

Betrachten wir die historische Entwicklung und den gegenwärtigen Status der VC-Märkte in den USA und Deutschland, so lassen sich verschiedene Entwicklungspotenziale ableiten, die wir im folgenden grafisch dargestellt haben:

**Zu erwartende und treibende Entwicklungsfaktoren für den deutschen VC-Markt**



Die Bruttoinvestitionen haben in Deutschland gemessen am Bruttoinlandsprodukt nur ein Viertel des US-Niveaus erreicht. In Europa liegt Deutschland – was diesen Faktor betrifft – hinter Großbritannien, Frankreich, Italien, den Niederlanden, Belgien, Finnland und Norwegen.

***Deutschland in  
Europa weit  
abgeschlagen***

Gemessen an der Wirtschaftskraft Deutschlands ist der deutsche Markt für Beteiligungskapital immer noch verhältnismäßig klein. Unsere Analysen haben ergeben, dass der deutsche Markt etwa drei bis fünf Mal so groß sein könnte, wie er es heute ist. Wir gehen davon aus, dass die deutschen VC-Bruttoinvestitionen bis 2005 auf zwischen 17 und 28 Mrd. Euro steigen werden. Unserer Einschätzung zufolge wird dieses Marktvolumen von rund 250 Beteiligungsgesellschaften getragen werden, das sind etwa 70 mehr als heute.

***Der deutsche Markt  
besitzt großes  
Wachstumspotenzial***