

## Evaluation des High-Tech Gründerfonds (Kurzfassung)

---

Der High-Tech Gründerfonds (HTGF) beteiligt sich seit 2005 an jungen technologieorientierten Unternehmen mit dem Ziel, dem Markt für Seed-Finanzierungen deutliche Impulse zu geben und die Finanzierungsbedingungen für technologieorientierte Gründer in Deutschland nachhaltig zu verbessern. Im Jahr 2010 wurde ein zweiter Fonds aufgesetzt, um die Finanzierungstätigkeit nach Auslaufen der Investitionsphase des ersten Fonds fortsetzen zu können. Mit der vom Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi) in Auftrag gegebenen Evaluierung sollte empirisch geprüft werden, inwieweit es dem HTGF seit seiner Einrichtung gelungen ist, die angestrebten Ziele zu erreichen bzw. welche Empfehlungen zur Weiterentwicklung des HTGF gegeben werden können. Dies vor allem auch vor dem Hintergrund, dass derzeit die Einrichtung eines dritten Fonds diskutiert wird.

Neben einer Literatur- und Sekundärdatenauswertung über aktuelle Entwicklungen am Markt für Frühphasenfinanzierungen in Deutschland und in ausgewählten europäischen Ländern wurden in dieser Evaluierung vor allem Gespräche mit Vertretern des BMWi, mit Kapitalgebern und der Geschäftsführung des HTGF, mit Mitgliedern der Investitionskomitees, mit HTGF-Netzwerkpartnern sowie mit Vertretern zahlreicher öffentlicher und privater Wagniskapital-Gesellschaften mit Fokus auf die Frühphase geführt. In einer Online-Befragung wurden alle seit 2009 durch den HTGF finanzierten Unternehmen kontaktiert. Zusätzlich wurden Gründer befragt, die mit dem HTGF in Kontakt standen, ohne dass es schließlich zu einer Beteiligung gekommen wäre. Außerdem wurden für die Evaluation Gründer kontaktiert, die andere Formen der Seed-Finanzierung erhalten hatten, ohne notwendiger Weise Kontakt zum HTGF gehabt haben zu müssen. Darunter befanden sich sowohl anderweitig VC-finanzierte Unternehmen als auch Gründungen, die eine Zuschussfinanzierung im Rahmen des BMWi-Programms EXIST-Forschungstransfer Förderphase II erhalten hatten. Gegenstand der Befragung waren die Hintergründe, Motive und Erwartungen bei der Suche nach Finanzierungsquellen für die Gründungen, die Erwartungen und Erfahrungen mit dem HTGF sowie Hinweise auf Folgefinanzierungen und die wirtschaftliche Entwicklung der Gründungen. Follow-up Interviews mit HTGF-finanzierten Unternehmen und Unternehmen aus den Vergleichsgruppen ergänzten die Online-Befragung.

Die Evaluationsergebnisse zeigen, dass es dem HTGF sehr gut gelingt, die im Leitbild formulierten Ansprüche zu erfüllen. Der HTGF hat sich als der mit Abstand wichtigste Seed-Financier in Deutschland positioniert und verfügt heute über ein ausgesprochen engmaschiges Netzwerk an Kontakten, sowohl zu Finanzierungspartnern als auch zu innovativen Gründern, die für Beteiligungen in Frage kommen.

Die Anzahl der Finanzierungsanfragen an den HTGF hat sich seit von etwa 700 im Jahr 2009 auf rund 1500 im Jahr 2015 mehr als verdoppelt. Gleichzeitig wurde der HTGF deutlich selektiver bei Auswahl seiner Investitionsziele. Die Anzahl der neu eingegangenen Beteiligungen ist weitgehend konstant geblieben und liegt wie vorgesehen bei 40 und 50 Unternehmen jährlich. Die Daten des Bundesverbands Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) zeigen einen Marktanteil des HTGF an den insgesamt in Deutschland durch Kapitalbeteiligungsgesellschaften getätigten Seed-Investments von mehr als 50 %. Auswertungen von Datenquellen, die eine breitere Basis von Investoren berücksichtigen (z. B. Business Angels) lassen auf einen HTGF-Anteil an erstmals beteiligungsfinanzierten Unternehmen von mehr als 20 % aller Investments pro Jahr schließen.

Das Marktumfeld des HTGF hat sich seit der ersten Evaluation im Jahr 2009 stark verändert. Die Finanzierungsangebote an bestimmte Gruppen technologieorientierter Gründer haben sich beispielsweise seither deutlich verbessert. Zum einen haben Business Angels heute eine größere Finanzierungsfunktion in der Seed-Phase von technologieorientierten Gründungen als noch vor wenigen Jahren. Zum anderen konnten sich zahlreiche Akzeleratoren in Deutschland etablieren, die Gründer frühzeitig ansprechen sowie Unterstützung und Vernetzung bieten. Zahlreiche, auch

mittelständische Industrieunternehmen haben Venture-Abteilungen etabliert und sind aktiv auf der Suche nach Gründungen mit hohem innovativen Potenzial für die Weiterentwicklung der eigenen Geschäftsbereiche. Schließlich nahm in den letzten Jahren der Umfang von Zuschussfinanzierungen für technologieorientierte Gründungen deutlich zu, wie sie beispielsweise im Rahmen des BMWi-Programms EXIST-Forschungstransfer Förderphase II gewährt werden. Auch alternative Finanzierungsmodelle wie Crowdfunding gewinnen an Bedeutung.

Keine Verbesserungen im Angebot für Frühphasenfinanzierungen in Deutschland lassen sich hingegen im Bereich der privaten Venture Capital-Gesellschaften ausmachen. Wie auch in anderen europäischen Ländern zeigt sich für Deutschland, dass sich private Venture Capital Investoren aus der Seed-Finanzierung weitgehend zurückgezogen haben. Für private Investoren wirken die mit der Gründungsphase verbundenen Risiken prohibitiv bzw. die Renditeerwartungen in anderen Investitionsphasen sind deutlich höher. Dies bestätigen auch aktuelle empirische Studien. Eine 2013 durchgeführte vergleichende Untersuchung der European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA, nunmehr Invest Europe) zum Erfolg von Private Equity in Europa wies beispielsweise für die Gesamtheit von 446 analysierten Seed- und Frühphasenfonds einen negativen internen Zinsfuß auf, während für Private Equity-Investments insgesamt die Effektivverzinsung sehr deutlich positiv war.

Aufgrund dieser Rahmenbedingungen wird der HTGF von den in Deutschland nach wie vor aktiven privaten Venture Capital-Gesellschaften als große Bereicherung der Landschaft erlebt. Es konnten in der Evaluierung keine Hinweise gefunden werden, dass es durch die Tätigkeit des HTGF zu einem Crowding-out privater Venture Capital-Investitionen in der Seed-Phase gekommen wäre. Im Gegenteil: Es konnten in der Evaluation zahlreiche Hinweise gefunden werden, die auf ein substantielles Crowding-in privater Investitionen aufgrund der marktbildenden und qualitätssichernden Funktion des HTGF in der Frühphase hinweisen. Die Tätigkeit des HTGF ermöglicht es den privaten Finanzierungsgesellschaften, sich neben dem HTGF und in späteren Finanzierungsphasen mit geringerem Risiko an Erfolg versprechenden Unternehmen zu beteiligen und damit ihr Wachstum zu beschleunigen. Für zahlreiche private und öffentliche Finanzierungsgeber fungiert der HTGF als verlässlicher Erstinvestor, dessen Selektions- und Finanzierungsfunktion zu einer Qualitätsmarke in der deutschen Seed-Finanzierungslandschaft geworden ist.

In den Jahren 2005 bis 2015 kam es zu insgesamt 701 Anschlussfinanzierungen, wobei in 546 Fällen private Investoren beteiligt waren (78 %). Der HTGF stellte für diese Anschlussfinanzierungen 96 Mio. Euro zur Verfügung. Dritte Investoren trugen insgesamt 981 Mio. Euro zur weiteren Finanzierung der HTGF-Portfoliounternehmen bei. Von den Mitteln Dritter stammten 766 Mio. Euro aus dem privaten Bereich, darunter 459 Mio. Euro von Venture Capital-Gesellschaften. In den letzten drei Jahren (2013 bis 2015) kam es durchschnittlich zu jährlich 101 Anschlussfinanzierungen mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von jährlich durchschnittlich fast 125 Mio. Euro (einschließlich HTGF). Der Beitrag Dritter belief sich dabei auf jährlich durchschnittlich 110 Mio. Euro, wobei private Investoren mit 92 Mio. Euro (83 %) beteiligt waren. Das Anschlussfinanzierungsvolumen sowie der Anschlussfinanzierungsanteil der privaten Investoren lag damit sehr deutlich über den Erwartungen, die bei der Einrichtung des HTGF, als Ziele formuliert worden waren.

Das Interesse von Investoren aus dem Ausland an den Portfolio-Unternehmen des HTGF hat dabei in den vergangenen Jahren sehr deutlich zugenommen. Noch im Jahr 2009 trugen ausländische Venture Capital-Gesellschaften deutlich weniger als 10 % zu den Investitionen bei Anschlussfinanzierungen bei. In den Jahren 2014 und 2015 stammten bereits ein Drittel aller Mittel für Anschlussfinanzierungen von Venture Capital-Gesellschaften aus dem Ausland.

Den insgesamt 243,2 Mio. Euro an abgerufenen Mitteln aus dem HTGF Fonds I standen Ausschüttungen für die Investoren im Umfang von 67,9 Mio. Euro gegenüber. Eine vom HTGF durchgeführte konservative Schätzung des Exitpotenzials geht von einem weiteren realistischen Rückflusspotenzial von ca. 200 Mio. Euro aus. Mit 31. Dezember 2015 lag der Gesamtwert des im Jahr 2005 gestarteten Fonds im Verhältnis zum abgerufenen Kapital bei 78 %. Dieser Wert liegt über dem

gesetzten Erwartungswert bei Fonds-Ende. Der HTGF ist damit auf gutem Wege seine ursprünglich angestrebten Rendite-Ziele zu erreichen.

Rund die Hälfte der ehemaligen HTGF-Portfoliounternehmen haben sich nach dem Ausstieg des HTGF wirtschaftlich bisher sehr erfolgreich entwickelt. Bei rund einem Viertel der ehemaligen Portfoliounternehmen besteht nach dem Exit des HTGF weiterhin ein substanzieller Entwicklungsbedarf, um die ursprünglichen Erwartungen an das Potenzial der Gründungen erfüllen zu können.

Rund der Hälfte der Gründungen, die zwar ein Term Sheet, aber keine Beteiligung des HTGF erhalten hatten, gelingt es, sich aus einer anderen Quelle Beteiligungskapital von öffentlichen oder privaten Venture Capital-Gebern oder von Business Angels zu sichern. In der Befragung zeigten sich zwischen Portfolio-Unternehmen und der Vergleichsgruppe deutliche Unterschiede im Gesamtumfang der durch Venture Capital-Geber und Business Angels insgesamt getätigten Investments. Portfolio-Unternehmen konnten durchschnittlich 2,4 Mio. Euro zusätzlich zu den HTGF-Investments von Dritten als Beteiligungskapital einwerben, während die Unternehmen in der Vergleichsgruppe mit nur durchschnittlich 1,6 Mio. Euro finanziert wurden. Dies lässt auch auf eine insgesamt durchschnittlich höhere Unternehmensbewertung der HTGF-finanzierten Unternehmen zum Zeitpunkt der Folgefinanzierungen im Vergleich zur Vergleichsgruppe schließen.

Die beteiligten Industrieinvestoren haben aus ihren Investitionen in den HTGF Vorteile ziehen können, die über die erwarteten finanziellen Rückflüsse deutlich hinausgehen. Die Industrieinvestoren erhalten durch ihr Engagement einen rascheren Zugang zu neuen technologischen Entwicklungen und innovativen Geschäftsideen, wobei gleichzeitig die Interessen der finanzierten Unternehmen gewahrt bleiben. Neben ihren Fonds-Beiträgen haben die nunmehr 18 Industrieinvestoren des HTGF bis Ende November 2015 insgesamt 53 Mio. Euro direkt in Portfolio-Unternehmen des HTGF investiert. In bisher drei Fällen wurden Portfolio-Unternehmen an Industrieinvestoren veräußert.

Daneben konnten bereits beträchtliche Potenziale für andere Formen der Kooperation zwischen den Industrieinvestoren und den Portfolio-Unternehmen, etwa durch gemeinsame Entwicklungsprojekte oder durch den Aufbau von Kunden-Lieferantenbeziehungen, realisiert werden. Nach Einschätzung der Industrieinvestoren in den Gesprächen wurden hierbei die Erwartungen an den HTGF jedenfalls bereits erfüllt. Die positiven Erfahrungen der Industrieinvestoren mit dem HTGF seit 2005 sind ein wichtiges Motiv für deren großes bestehendes Interesse, sich in Zukunft an einem weiteren Folgefonds zu beteiligen.

Der Vergleich der Befragungsergebnisse des Jahres 2009 mit jenen aus dem Jahr 2016 zeigt, dass die Gründer heute früher an den HTGF herantreten als in den ersten Jahren des Fonds. Der Anteil der Gründer, die bereits sechs Monate oder länger nach Kapital suchten bevor sie sich an den HTGF wandten, verringerte sich von mehr als 40 % in der Befragung 2009 auf unter 20 % in der aktuellen Befragung. Das gestiegene Angebot an alternativen Finanzierungsmodellen im Preseed- und Seed-Bereich und die insgesamt dominante Stellung des HTGF bei Seed-Finanzierungen wirken hier zusammen.

Unter den Motiven der Gründungen, eine Finanzierung durch den HTGF anzustreben, nahm zwischen 2009 und 2016 die Bedeutung nicht-finanzieller Faktoren zu. In der Befragung 2016 gab ein deutlich größerer Anteil der Portfolio-Unternehmen an, neben der Finanzierung auch Zugang zum Management Know-how des HTGF, sowie zu dessen besonderen fachlichen Expertise im Seed-Bereich gesucht zu haben, als dies noch 2009 der Fall war. Gleichzeitig ging der Anteil der Portfolio-Unternehmen zurück, die angaben, das Fehlschlagen ihrer Versuche, ausreichend Kapital aus anderen Finanzierungsquellen zu sichern, sei das Motiv gewesen, eine Beteiligung des HTGF anzustreben.

Der HTGF wird von den Portfolio-Unternehmen insgesamt als kompetenter Partner wahrgenommen, der auch im Vergleich zu anderen Möglichkeiten der Beteiligungsfinanzierung angemessene und transparente Bedingungen bietet. Am häufigsten wurde von den Unternehmen mit 80 % der Antwortenden der Zinssatz des Wandeldarlehens kritisiert, der jedoch inzwischen gesenkt wurde. Die Gestaltung des Wandlungsrechts sowie die Finanzierungsmöglichkeiten des HTGF bei

Folgefinanzierungen wurde von jeweils 61 % der Antwortenden als nicht angemessen bewertet. Während das Wandlungsrecht des HTGF ein wichtiges Instrument darstellt, um bei Anschlussfinanzierungen und Exits eine dem eingegangenen Risiko entsprechende Teilhabe an den (potenziellen) Rückflüssen sicherzustellen, schränkt der bestehende Finanzierungsrahmen von 2 Mio. Euro je Unternehmen die Beteiligungsmöglichkeiten des HTGF bei Seed-Finanzierungen tatsächlich ein. Vor allem technologiebasierte Business-to-Business Geschäftskonzepte, aber auch Gründungen im Life Science-Bereich benötigen bis zum Abschluss der Seed-Phase häufig deutlich größere Finanzierungsvolumina. Gründungen in diesen Bereichen würden daher nach Einschätzung der Gesprächspartner zuerst nach Investoren suchen, die einen ausreichenden Finanzierungsumfang bieten können. Derartige Angebote fehlen jedoch häufig in Deutschland, wodurch die Unternehmensentwicklung gehemmt würde bzw. Gründer gezwungen seien, nach Finanzierungsmöglichkeiten außerhalb Deutschlands zu suchen. Unter den Portfolio-Unternehmen gaben in der Befragung immerhin mehr als die Hälfte an, ursprünglich nach mehr Kapital gesucht zu haben, als dies für den HTGF aufgrund seiner Anlagerichtlinien möglich war.

Gerade technologiestarke Gründungen bzw. Gründungen im Life Science-Bereich sind es auch, die aufgrund der Dauer der Gründungs- bzw. Seed-Phase am ehesten Probleme mit dem geltenden Alterskriterium haben können. Dieses sieht für den HTGF vor, nur in Unternehmen zu investieren, die zum Zeitpunkt des Erstkontakts nicht älter als ein Jahr sind bzw. bei denen die Aufnahme der operativen Geschäftstätigkeit nicht länger als ein Jahr vor dem Erstkontakt zurückliegt. In den Gesprächen mit finanzierten bzw. nicht-finanzierten Unternehmen sowie in den Gesprächen mit Netzwerkpartnern wurde wiederholt angemerkt, das Alterskriterium sei in der heutigen Form nicht geeignet, um den HTGF eine Beteiligung an Gründungen mit strukturell länger währender Seed-Phase zu ermöglichen. Außerdem hätte das gestiegene Angebot an Zuschussfinanzierungen den Effekt, dass sich Unternehmen zunehmend erst an den HTGF wenden, wenn sie das Alterskriterium nicht mehr erfüllen. Tatsächlich zeigt die Auswertung der Ablehnungsgründe durch den HTGF einen steigenden Anteil von Anfragen, die aufgrund des Alterskriteriums nicht weiterverfolgt werden konnten. Während im Jahr 2009 nur 8 % der abgelehnten Anfragen aufgrund des Gründungsalters nicht weiterverfolgt wurden, lag der entsprechende Anteil im Jahr 2015 bereits bei 14 %.

Auch im internationalen Vergleich öffentlicher Frühphasen-Finanzierungsinstrumente zieht der HTGF die Grenze des maximal zulässigen Unternehmensalters sehr eng und konzentriert seine Finanzierungstätigkeit auf den frühen Seed-Bereich. In Unterstützungsmodellen anderer Länder wird die Altersgrenze vielfach höher angesetzt oder es wird ganz auf eine Altersgrenze verzichtet und vielmehr der KMU-Status ins Zentrum gestellt.

Den vom HTGF finanzierten Unternehmen gelingt es in deutlich größerem Ausmaß als der Kontrollgruppe von schließlich anderweitig finanzierten Gründungen, die zuvor Kontakt mit dem HTGF hatten, weitere Finanzierungen durch Beteiligungen von Business Angels und Venture Capital-Fonds, aber auch durch Zuschussförderungen sicherzustellen. Auch der Anteil der Portfoliounternehmen, die sich aus Umsatzerlösen finanziert, liegt deutlich über jenem der Unternehmen aus der Vergleichsgruppe, bei denen es zu keiner Beteiligung des HTGF kam. Die Portfoliounternehmen profitieren durch die Beteiligung des HTGF auch überproportional häufig bei der weiteren Unternehmensentwicklung durch eine starke Erhöhung der technischen Reife der Produkte und Dienstleistungen, des Marktpotenzials und des Werts des Unternehmens.

Dem HTGF ist es in den vergangenen Jahren gelungen, seine Verfahren und Prozesse noch kundenorientierter und effektiver zu gestalten. Mehr als 80 % der Portfolio-Unternehmen stimmten in der Befragung der Aussage zu, die Investmentmanager des HTGF würden mit den Gründern kompetent zusammenarbeiten und die Kommunikation mit dem HTGF sei einfach und unbürokratisch. Auch stieg der Anteil unter den Portfolio-Unternehmen, der die Dauer des Verfahrens als angemessen bewertet, von 52 % im Jahr 2009 auf 71 % im Jahr 2016 deutlich an. Die Einschätzung der Portfolio-Unternehmen wird durch eine Auswertung der Informationen aus der HTGF-Kontaktdatenbank unterstützt. Lagen bei den im Jahr 2009 finanzierten Unternehmen noch durchschnittlich 302 Tage zwischen Anfragedatum und Abschlussdatum, reduzierte sich dieser Zeitraum für die im Jahr 2014 finanzierten Unternehmen auf 219 Tage. Auch bei Gründungsanfragen,

die nicht erfolgreich sind, kommt der HTGF heute deutlich rascher zu einer Entscheidung als im Jahr 2009. Hier ging der durchschnittlich benötigte Zeitraum zwischen Erstkontakt und Abschluss der Anfragen von 85 Tagen im Jahr 2009 auf 48 Tage im Jahr 2015 zurück.

Die Gespräche mit HTGF-finanzierten und nicht vom HTGF-finanzierten Unternehmen zeigten, dass der HTGF im Vergleich zu anderen öffentlichen (z. B. regionalen) Beteiligungsfonds als ausgesprochen privatwirtschaftlich handelnder und aktiver VC-Geber wahrgenommen wird. Der HTGF ist Partner der Unternehmen, achtet jedoch gleichzeitig bei der Betreuung seines Portfolios sehr darauf, dass die Ziele und Erwartungen an den Erfolg des Fonds dabei im Blickfeld bleiben. Der HTGF trifft daher auch immer wieder Entscheidungen, die aus Sicht betroffener Gründer hart erscheinen, im Lichte der Ziele des Fonds und Interessen seiner Investoren jedoch notwendig sind.

Aufgrund des veränderten Umfelds auf der Angebotsseite für Seed-Finanzierungen liegt nahe, dass sich der HTGF bei seiner Investitionstätigkeit zukünftig noch stärker auf Gründungen konzentrieren sollte, die andere potenzielle Investoren nicht oder nicht ohne HTGF als Ankerpartner zu finanzieren in der Lage sind. Dies trifft vor allem auf Gründungen zu, die in der Seed-Phase ein besonders langfristiges Engagement eines Investors benötigen bzw. solche, die aufgrund ihres hohen Finanzierungsbedarfs für private Seed-Fonds, Business Angels und alternative Finanzierungsinstrumente (z. B. Crowdfunding) nicht geeignet bzw. nicht ausreichend attraktiv sind. Um hier den HTGF Investitionen zu ermöglichen, sollten die Anlagerichtlinien entsprechend adaptiert werden. Einerseits sollte leichter als bisher ein Abweichen vom Standard-Beteiligungsmodell möglich sein und einen größeren Freiraum für Erst- und Folgefinanzierungen, alleine oder auch gemeinsam mit Partnern im Pari-passu-Modell, bieten. So könnte die derzeit bestehende Finanzierungsgrenze des HTGF von derzeit maximal auf 2 Mio. Euro auf 4 Mio. Euro angehoben werden. Dadurch könnten vermehrt auch Gründungen erreicht werden, die zwar eindeutig in den Technologie- und Investitionsfokus des HTGF fallen, aufgrund ihres hohen Kapitalbedarfs in der Seed-Phase jedoch nicht ausreichend erreicht werden konnten. Mit den größeren Beteiligungsmöglichkeiten sollten jedoch auch zusätzliche Maßnahmen zum effektiven Risikomanagement einhergehen und wo immer möglich, die gemeinsame Finanzierung mit privaten Investoren gesucht werden. Ein deutlich höheres anteilmäßiges Engagement privater Investoren in einen möglichen dritten Fonds im Vergleich zu den beiden laufenden Fonds würde ebenfalls dazu beitragen, das staatliche Risiko abzusichern.

Begleitend dazu sollte das Alterskriterium angepasst werden, sodass der HTGF auch in Gründungen investieren kann, die aufgrund einer vorherigen Förderung in öffentlichen Programmen oder sonstiger operativer Tätigkeiten zwar formal das aktuell gültige Alterskriterium verletzen, sich mit Blick auf die im Zentrum des Unternehmens stehende Geschäftsidee jedoch weiterhin noch eindeutig in der Seed-Phase befinden. Dies könnte entweder pragmatisch durch ein Anheben der Altersgrenze auf beispielsweise drei Jahre nach Gründung erfolgen oder durch eine Adaption des derzeitigen Cash-Flow-Kriteriums, um auf den tatsächlichen Stand der Unternehmensentwicklung besser Rücksicht nehmen zu können.