

**WHU-Forschungspapier Nr. 73**

**Business Angels in Deutschland - Wie Business Angels in  
Deutschland jungen Unternehmen**

**Weber, Jürgen  
Brettel, Malte  
Jaugey, Cyril  
Rost, Cornelius**

**2000**

# **Business Angels in Deutschland**

## **Wie Business Angels in Deutschland jungen Unternehmern helfen**

*Jürgen Weber, Malte Brettel, Cyril Jaugey, Cornelius Rost, WHU Koblenz*

### **Inhaltsüberblick**

<b>1</b>	<b>EINFÜHRUNG</b>	<b>2</b>
<b>2</b>	<b>KLASSIFIKATION VON BUSINESS ANGELS UND DEREN BETEILIGUNGEN</b>	<b>3</b>
<b>3</b>	<b>BUSINESS ANGELS IN DEUTSCHLAND: EMPIRISCHE ERKENNTNISSE</b>	<b>8</b>
3.1	Einführung	8
3.2	Beteiligungsmöglichkeiten	10
3.3	Selektion der Beteiligung	12
3.4	Renditeerwartungen, Beteiligungsdauer und Exit	14
3.5	Beziehung zwischen Business Angels und Beteiligungen und Art ihrer Hilfeleistung	15
<b>4</b>	<b>ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK</b>	<b>19</b>
<b>5</b>	<b>LITERATUR</b>	<b>20</b>

# 1 Einführung

Für junge Unternehmen in Deutschland ist die Finanzierung ein entscheidender Meilenstein.<sup>1</sup> Die Finanzmittel der Gründer sind in der Regel begrenzt,<sup>2</sup> die Innenfinanzierung kommt wegen der in frühen Phasen selten vorhandenen Mittel kaum in Frage.<sup>3</sup> Eine Finanzierung durch Fremdkapital stößt bei der immer noch geringen Bereitschaft der Fremdkapitalgeber, Unternehmen mit einem hohen Ausfallrisiko zu finanzieren, in der Regel auch an Grenzen.<sup>4</sup> Der formelle Beteiligungskapitalmarkt ist zu einer Finanzierung bei hohem Ausfallrisiko zwar eher bereit, doch stellen Deals unter 1 Mio. DM Beteiligungsvolumen eher die Ausnahme dar: Der Aufwand, der für das Geschäft betrieben werden muss, steht nicht in einem angemessenen Verhältnis zur Rendite.<sup>5</sup> Es verbleibt eine Finanzierungslücke. Diese vermögen Business Angels zu vermindern, so jedenfalls die Studien in den USA oder England.<sup>6</sup> Ob das auch in Deutschland der Fall ist, darüber existieren noch keine empirischen Aussagen. Nachfolgend werden erste empirische Erkenntnisse aus Deutschland geschildert: Wie suchen Business Angels ihre Beteiligungen aus, welche Renditeerwartungen haben sie, wann ist ihr Exit und wie gestalten sie die Beziehung zwischen ihnen und den Start-ups.

Ziel ist es, Erkenntnisse auch über den deutschen informellen Beteiligungskapitalmarkt zu gewinnen. Das ist von praktischer Relevanz, um zu klären, ob auch junge deutsche Unternehmen in der Frühfinanzierung eine solche durch Business Angels nutzen können. Theoretisch schließt sich die Frage an, inwieweit auch in Deutschland ähnliche empirische Forschung betrieben werden muss, um die in den USA oder England diskutierten Fragen beispielsweise der Effizienz des informellen Beteiligungskapitalmarkts ebenso beantworten zu können.

---

<sup>1</sup> Vgl. empirisch: LESSAT ET AL., Beteiligungskapital, 1999, S.87.

<sup>2</sup> Vgl. ALBACH, Potentiale und Lücken, 1998, S.12.

<sup>3</sup> Vgl. BAIER/PLESCHAK, Finanzierung und Marketing, 1996, S.104.

<sup>4</sup> Vgl. GERKE, Market Failure, 1998, S.618f.

<sup>5</sup> Vgl. BELL, Informeller Beteiligungskapitalmarkt, 1998, S.304.

<sup>6</sup> Vgl. MASON/HARRISON, Equity Gap, 1995, LUMME/MASON/SUOMI, Finland, 1998, WETZEL, Angels, 1983, WETZEL/FREEAR, United States, 1996.

## 2 Klassifikation von Business Angels und deren Beteiligungen

Bei Business Angels handelt es sich um natürliche Personen, die ohne Zwischenschaltung eines Intermediärs, also beispielsweise einer VC-Gesellschaft, Unternehmen auf direktem Weg Beteiligungskapital zur Verfügung stellen. Business Angels investieren direkt risikotragend in nicht-börsennotierte Unternehmen. Mit einer solchen Beteiligung sind nicht nur erhebliche Risiken, sondern auch ein überdurchschnittliches Renditepotential für die Investoren verbunden.<sup>7</sup>

In der Literatur werden die Begriffe „Privatinvestor“, „informeller Investor“ und „Business Angel“ in der Regel synonym verwandt. Innerhalb des informellen Beteiligungskapitalmarktes existieren jedoch zwei verschiedene Kategorien von Investoren: reine Finanzinvestoren, d.h. passive Privatinvestoren auf der einen Seite, und aktive Privatinvestoren auf der anderen Seite. In der Regel betrachtet man nur den aktiven Privatinvestor als Business Angel.<sup>8</sup>

Dabei besteht der wesentliche Unterschied zu passiven Privatinvestoren in der Art der Beziehung zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern und der von Business Angels erbrachten Leistungen. Anders als bei passiven Privatinvestoren ist die Beziehung eines Business Angels zu seinen Kapitalnehmern durch einen über die rein finanzielle Transaktion hinausgehenden Beitrag gekennzeichnet. Business Angels erbringen für ihre Beteiligungen einen zusätzlichen Mehrwert, indem sie ihnen mit aktiver Mithilfe und in beratender Funktion zur Seite stehen.<sup>9</sup> Gemeinhin erwächst dieser Mehrwert aus dem beruflichen Erfahrungshintergrund der Business Angels, den sie zur Unterstützung der Unternehmen einsetzen:

---

<sup>7</sup> Vgl. FREEAR/SOHL/WETZEL, Differences, 1994, S. 109. Vgl. auch MASON/HARRISON, Survey, 1994, S. 92.

<sup>8</sup> In der anglo-amerikanischen Literatur werden beide Gruppen meist unter den Begriffen „Business Angels“ und „Informal Investors“ zusammengefasst. Vgl. HEMER, Business Angels und JTU, 1999, S. 103.

<sup>9</sup> Aus diesem Grunde differenzieren LUMME, MASON und SUOMI zwischen Business Angels und passiven Privatinvestoren auch anhand des Ursprungs des Privatvermögens. Nach ihrer Definition sind Business Angels „wohlhabende Privatpersonen (...), die ihr persönliches Vermögen selbständig erwirtschaftet haben.“, womit ererbtes Kapital ausgeschlossen wird. Dies unterstreicht die Bedeutung des individuellen Erfahrungsschatzes von Business Angels. Vgl. LUMME/MASON/SUOMI, Finland, 1998, S. 11 und 23. Vgl. auch MASON/HARRISON, Market Expansion, 1993, S. 23.

- Business Angels haben oftmals selbst ein oder mehrere Unternehmen gegründet, aufgebaut und möglicherweise im Anschluss verkauft und dabei umfangreiche unternehmerische Erfahrungen gesammelt.<sup>10</sup>
- Sie verfügen in der Regel über kaufmännisches Know-how, welches aufgrund des häufig technischen Ausbildungs- beziehungsweise Erfahrungshintergrundes des Gründerteams junger technologieorientierter Unternehmen oft eine erhebliche Schwachstelle darstellt.<sup>11</sup>
- Im Laufe ihrer eigenen Karriere haben sich die meisten Business Angels ein professionelles Netzwerk von Kontakten zu relevanten Entscheidungsträgern innerhalb einzelner Branchen aufgebaut. Sie verfügen insbesondere über Kontakte zu geeigneten Anwälten, Steuerberatern, Wirtschaftsprüfern und Banken.
- Viele Business Angels haben spezifisches technisches Wissen in ihrem jeweiligen Fachbereich.

Mit Hilfe dieser Qualifikationen und Kenntnisse leisten Business Angels unterschiedliche, für das kapitalnehmende Unternehmen relevante Beiträge:<sup>12</sup>

- Durch das Herstellen von Kontakten beziehungsweise „Türöffnen“ können Business Angels beispielsweise Kooperationen mit anderen Unternehmen initiieren, oder auch über die eigenen Mittel hinaus zur Sicherung der Gesamtfinanzierung beitragen. Dies gilt insbesondere für zusätzliches Kapital weiterer Business Angels sowie für Fördermittel, die oft an das Engagement eines fachkundigen Investors gebunden sind.
- Business Angels motivieren und unterstützen den Unternehmer durch informelle Betreuung und Beratung, „Coaching“ genannt. Dabei kann ein Business Angel beispielsweise auch als Katalysator für die Entstehung des Unternehmens und die Komplettierung des Gründerteams fungieren. Unter Ausnutzung des oben genannten Netzwerks kann diese Betreuung bis hin zur „Vermarktung“ der Gesellschaft über Börsengang oder Fusion gehen.<sup>13</sup>

---

<sup>10</sup> Vgl. MASON/HARRISON, Market Expansion, 1993, S. 23.

<sup>11</sup> Vgl. BAIER/PLESCHAK, Finanzierung und Marketing, 1996, S. 18f.

<sup>12</sup> Den unterschiedlichen spezifischen Erfahrungshintergründen entsprechend sind nicht alle Business Angels in der Lage oder gewillt, sämtliche der im Folgenden aufgeführten Beiträge zu leisten.

<sup>13</sup> Vgl. KIRCHNER, Privatinvestoren, 1998, S. 10.

- Teilweise leisten Business Angels auch operative Unterstützung bis zu phasenweiser Voll- oder Teilzeittätigkeit in dem finanzierten Unternehmen.

Sowohl die einzelnen Beiträge als auch die Intensität dieses Engagements können folglich von Investor zu Investor und sogar zwischen einzelnen Beteiligungen eines individuellen Kapitalgebers sehr unterschiedlich sein.

In der angelsächsischen Literatur werden potentielle Angels noch weiter nach dem Hintergrund ihrer gegenwärtigen Inaktivität unterschieden. „Virgin Angels“ sind solche, die bislang noch keine Business Angel-Investition getätigt haben, dies jedoch beabsichtigen.<sup>14</sup> „Latent Angels“ sind Business Angels, die in der Vergangenheit bereits aktiv waren und eine oder mehrere Beteiligungen eingegangen sind, gegenwärtig jedoch keine Beteiligung halten.

<b>Privatinvestoren</b>		
<b>Aktive Business Angels</b>	<b>Potentielle Business Angels</b>	<b>Passive Privatinvestoren</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Können Mehrwert im Unternehmen erbringen</li> <li>• Gegenwärtig beteiligt</li> <li>• Engagieren sich über Kapital hinaus</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Können Mehrwert im Unternehmen erbringen</li> <li>• Gegenwärtig nicht beteiligt</li> <li>• Virgin Angels: Möchten, konnten aber noch nicht investieren</li> <li>• Latent Angels: Waren in der Vergangenheit schon aktiv</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Können oder wollen keinen Mehrwert im Unternehmen erbringen</li> <li>• Rein renditeorientiert</li> <li>• Kein zusätzlicher Beitrag</li> </ul>

Abbildung 1: Übersicht unterschiedlicher Typen von Privatinvestoren

Eine Klassifikation von aktiven Business Angels gestaltet sich insbesondere für Deutschland als schwierig. So finden sich in der Literatur unterschiedliche Ansätze, die nach verschiedenen Kriterien Kategorien von Angels zu bilden versuchen.<sup>15</sup> Die Betrachtung dieser unterschiedlichen Typologien gäbe einen Hinweis auf deren Heterogenität. Allerdings deutet die Vielzahl bestehender Typologien darauf hin, dass sich bisher keine wirklich trennscharfen Gruppen erkennen lassen. Darüber hinaus ist

<sup>14</sup> Vgl. HEMER, Business-Angels und JTU, 1999, S.104.

<sup>15</sup> Vgl. z.B. TSCHAMMER-OSTEN, Business Angel, 1996, S.717, oder SULLIVAN, Segmentation, 1990, S.34 und 72 ff.

zu bedenken, dass sich sämtliche empirisch fundierten Typologisierungen auf den angelsächsischen Sprachraum beschränken. Folglich existiert bislang keine Einteilung, die auf Deutschland zu übertragen wäre. Fraglich bleibt, ob es überhaupt möglich ist, Gruppen von Business Angels hinreichend trennscharf voneinander abzugrenzen.

Neben einer geeigneten Typologisierung lässt sich für Deutschland kaum eine Aussage über das Volumen der möglichen Beteiligungen durch Business Angels treffen. Für andere Länder liegen Hinweise auf die Größe des zur Verfügung stehenden Potentials (des gesamten informellen Beteiligungskapitalmarkts) vor:

- In den USA schätzen WETZEL und FREEAR den Markt für informelles Beteiligungskapital mindestens so groß ein wie den formellen Venture Capital-Markt, während die Summe des theoretisch verfügbaren informellen Risikokapitals 10 bis 20 Mal größer sein könne.<sup>16</sup> Andere Autoren vermuten sogar das 30-fache Volumen.<sup>17</sup> Das tatsächlich investierte Kapital stammt von über zwei Millionen Privatinvestoren,<sup>18</sup> die insgesamt zwischen 100 und 300 Milliarden US-Dollar im informellen Beteiligungskapitalmarkt investiert haben und dort jährliche Neuinvestitionen von über 30 Milliarden US-Dollar tätigen. Dies ergibt ein durchschnittliches Investitionsvolumen zwischen 700 TDM und 2,1 Mio. DM pro 1.000 Einwohner.<sup>19</sup>
- Für Großbritannien schätzen MASON und HARRISON die Zahl der Investoren im britischen informellen Beteiligungskapitalmarkt auf viele tausend Privatpersonen.<sup>20</sup> Dabei wird ein Marktvolumen von beinahe 2 Milliarden Britischen Pfund vermutet, das den formellen Venture Capital-Markt somit bei weitem übertrifft. Ein noch höheres Volumen extrapoliert OSNABRUGGE, mit insgesamt fast 5 Milliarden Pfund investierten informellen Beteiligungskapitals, gegenüber leicht unter 1,3 Milliarden Pfund an Frühphasen-Investitionen des formellen Venture

---

<sup>16</sup> Vgl. WETZEL/FREEAR, United States, 1998, S. 61.

<sup>17</sup> Vgl. HAKE, Amerikanische Firmengründer, 1997, S. 105, sowie ACS, Small Firms, 1997.

<sup>18</sup> Vgl. FREEAR/SOHL/WETZEL, Personal Investors, 1995, S. 87.

<sup>19</sup> Berechnung basierend auf 270 Millionen Einwohnern 1998. Vgl. CIA, World Factbook, 1998. Verwendeter Wechselkurs vom 12.07.1999: 1,92 DM/USD.

<sup>20</sup> Vgl. MASON/HARRISON, Investment Process, 1996, S. 105.

Capital-Sektors.<sup>21</sup> Hieraus ergibt sich ein Volumen informeller Investitionen zwischen 25 TDM und 250 TDM pro 1.000 Einwohner.<sup>22</sup>

- Für Finnland schätzen LUMME, MASON und SUOMI die Grösse des informellen Beteiligungskapitalmarktes auf insgesamt 1.500 informelle Investoren mit einem Gesamtvolumen von knapp 850 Millionen FIM investierten Kapitals.<sup>23</sup> Dies entspricht etwa 55 TDM pro 1.000 Einwohner.<sup>24</sup>
- Für die Niederlande werden zwischen 10.000 und 15.000 Business Angels vermutet, 2.000 bis 3.500 davon aktiv. Das Volumen des informellen Beteiligungskapitals wird dabei auf zwischen 0,9 und 1,6 Milliarden Euro geschätzt, das ein- bis dreifache des formellen Beteiligungskapitalmarktes.<sup>25</sup> Dies entspricht zwischen 110 TDM und 200 TDM pro 1.000 Einwohner.<sup>26</sup>

Trotz der Ungenauigkeit dieser Schätzungen ist erkennbar, dass sich die Angaben für europäische Länder zumindest in einer vergleichbaren Größenordnung bewegen. Deshalb wird für Deutschland ebenfalls von einem großen Potential an Business Angels ausgegangen. Basierend auf einer europäischen Studie<sup>27</sup> schätzt das FhG-ISI für den deutschen informellen Beteiligungskapitalmarkt ein Potential von circa 220.000 Business Angels, darunter 27.000 aktive.<sup>28</sup> Weiterhin vermutet das FhG-ISI ein potentielles Investitionsvolumen zwischen 9,5 und 12,5 Milliarden DM, neben 1 bis 1,4 Milliarden DM tatsächlich investiertem Kapital. Dies entspräche einem tatsächlichen Investitionsvolumen zwischen 120 TDM und 150 TDM pro 1.000 Einwohner.<sup>29</sup>

---

<sup>21</sup> Vgl. OSNABRUGGE, Comparison, 1998, S. 2.

<sup>22</sup> Berechnungen basierend auf 58,9 Millionen Einwohnern 1998. Vgl. CIA, World Factbook, 1998. Verwendeter Wechselkurs vom 12.07.1999: 2,97 DM/GBP.

<sup>23</sup> Vgl. LUMME/MASON/SUOMI, Finland, 1998, S. 98f.

<sup>24</sup> Berechnungen basierend auf 5,1 Millionen Einwohnern 1998. Vgl. CIA, World Factbook, 1998. Verwendeter Wechselkurs vom 12.07.1999: 0,33 DM/FIM.

<sup>25</sup> Vgl. LESSAT ET AL., Beteiligungskapital, 1999, S. 161.

<sup>26</sup> Berechnungen basierend auf 15,7 Millionen Einwohnern 1998. Vgl. CIA, World Factbook, 1998. Verwendeter Wechselkurs 12.07.1999: 1,96 DM/EUR.

<sup>27</sup> Vgl. SOUTH WEST INVESTMENT GROUP, Business Angels, 1996.

<sup>28</sup> Vgl. HEMER, Business Angels und JTU, 1999, S. 106.

<sup>29</sup> Berechnungen basierend auf 82,1 Millionen Einwohnern 1998. Vgl. CIA, World Factbook, 1998.



Wenngleich diese Schätzung einen ersten Anhaltspunkt für die Größe des deutschen informellen Beteiligungskapitalmarktes liefert, lassen sich letztendlich keine Aussagen über das tatsächliche Kapitalangebot dieser Finanzierungsquelle treffen.

### **3 Business Angels in Deutschland: Empirische Erkenntnisse**

#### **3.1 Einführung**

Die nachfolgenden Ergebnisse stammen aus einer persönlichen Befragung von 48 Business Angels. Hierzu wurde ein vorstrukturierter Interviewleitfaden verwendet. Kritisch kann man sehen, dass aufgrund der unbekannt Grundgesamtheit die erhobenen Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung keinen Anspruch auf Repräsentativität erheben können. Dabei ist zu bedenken, dass es normalerweise sehr schwierig ist, überhaupt Interviews von Business Angels zu erhalten. Im Rahmen von US-amerikanischen Studien des informellen Beteiligungskapitalmarktes wurde festgestellt, dass die Identifikation von Business Angels mit großen Schwierigkeiten verbunden ist. Sie bevorzugen in der Regel die Anonymität gegenüber der Öffentlichkeit, da ihr persönlicher Wohlstand sie zum Ziel von Bittgesuchen verschiedenster Personen und Institutionen macht, die für persönliche oder karitative Zwecke Sponsoren suchen. So finden sich insbesondere keine öffentlich zugänglichen Verzeichnisse mit Angaben zu Namen oder Beteiligungs-Aktivitäten von Business Angels.<sup>30</sup> Darüber hinaus zeigten sich viele Business Angels in der Vergangenheit zurückhaltend in der Teilnahme an Studien zu Forschungszwecken, da sie befürchteten, von einer Vielzahl unwillkommener Beteiligungsgelegenheiten überströmt zu werden. So kommt es, dass die Anzahl und Eigenschaften der Grundgesamtheit von Business Angels unbekannt und kaum zu ermitteln sind. Aus diesem Grunde ist es zu diesem Zeitpunkt nicht möglich, eine Erhebung durchzuführen, die sich auf eine für die Grundgesamtheit repräsentative Stichprobe von Business Angels bezieht.<sup>31</sup>

Die befragten Angels sind überwiegend männlich und im Durchschnitt 48 Jahre alt. Geographisch konzentrierten sich die befragten Business Angels stark auf einzelne Bundesländer, vor allem Bayern, Hessen, Hamburg oder Nordrhein-Westfalen. In der Regel befinden sie sich in oder im unmittelbaren Umkreis der Großstädte München, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, Düsseldorf, Stuttgart und

---

<sup>30</sup> Vgl. WETZEL, Angels, 1983, S. 25, LUMME/MASON/SUOMI, Finland, 1998, S. 23.

<sup>31</sup> Vgl. auch MASON/HARRISON, Survey, 1994, S. 71.

Berlin. Die überwiegende Mehrheit der befragten Business Angels in Deutschland sind sehr erfahrene Unternehmer. So haben 75 Prozent der informellen Investoren bereits selbst ein Unternehmen gegründet, zwei Drittel davon haben sogar zwei oder mehr Gründungen durchgeführt.

Von den Business Angels, die selber ein Unternehmen gegründet haben, sind über 80 Prozent noch mit mindestens einem dieser Unternehmen verbunden, üblicherweise als (geschäftsführender) Gesellschafter. Von den Business Angels, die bisher noch kein eigenes Unternehmen gegründet haben, konnten jedoch 42 Prozent bereits Managementenerfahrung in kleinen und mittleren Unternehmen sammeln. Insgesamt haben damit über 85 Prozent der befragten informellen Investoren Managementenerfahrung in Unternehmen dieser Art. Durchschnittlich blicken die deutschen Business Angels auf 12,5 Jahre Managementenerfahrung in kleineren und mittleren Unternehmen zurück. Unter Berücksichtigung des durchschnittlichen Lebensalters von 48 Jahren entspricht dies ungefähr der Hälfte des bisherigen Berufslebens.

Neben der Gründungserfahrung ist relevant, welchen beruflichen Hintergrund die befragten Business Angels aufweisen können. Die Hälfte der Business Angels hat Berufserfahrung im Hightech-Bereich und weitere 40 Prozent im Bereich Finanzdienstleistungen. Funktional gesehen liegt der Schwerpunkt der Erfahrung bei der Mehrzahl der Business Angels in den Bereichen Unternehmensführung und Finanzen.

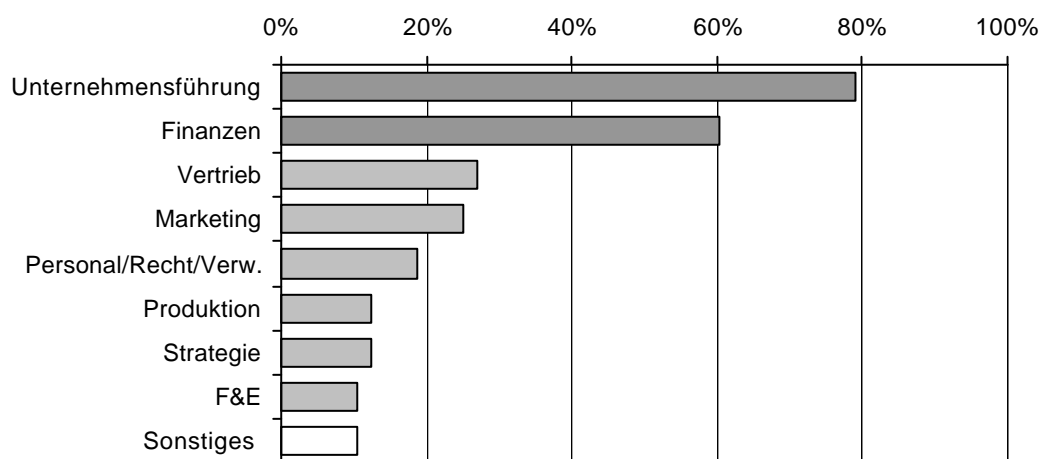


Abbildung 2: Managementenerfahrung der informellen Investoren nach Funktionsbereichen

Hinsichtlich der Höhe ihres Haushaltseinkommens und des Privatvermögens zeigt sich, dass beinahe zwei Drittel der befragten Business Angels jährliche Einkünfte von mehr als 500 TDM haben, 38 Prozent sogar über ein Haushaltseinkommen von über einer Million DM verfügen, 24 Prozent über

mehr als fünf Millionen DM jährlich. Zudem verfügen 83 Prozent der hiesigen Business Angels über ein Privatvermögen von über 3 Millionen DM. Mehr als die Hälfte der deutschen Business Angels besitzen sogar ein Vermögen von über 10 Millionen DM und circa 30 Prozent der befragten informellen Investoren geben ein Privatvermögen von über 20 Millionen DM an. Das zeigt die nachfolgende Abbildung auf.

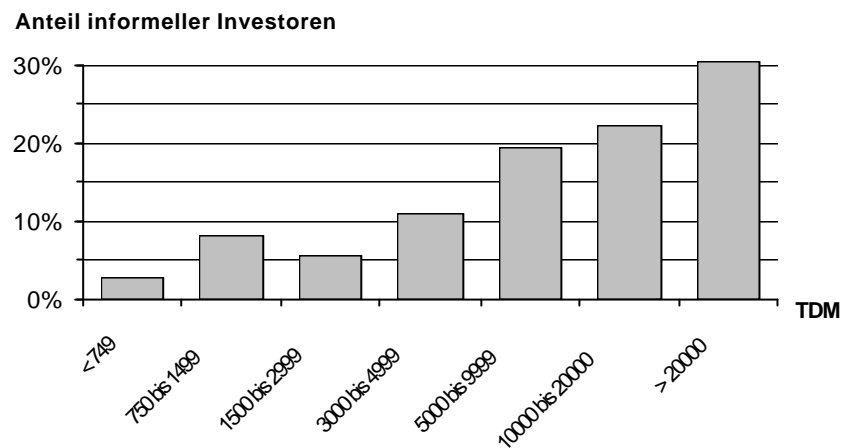


Abbildung 3: Privatvermögen informeller Investoren

Die vorliegende Stichprobe deutscher Business Angels hebt sich also sowohl durch die Höhe des Haushaltseinkommens als auch durch den Umfang des Privatvermögens deutlich von den Ergebnissen vergleichbarer Untersuchungen im Ausland ab. Grundsätzlich verfügen die befragten Business Angels also über die nötigen Mittel, um in größerem Umfang informelle Beteiligungen einzugehen.

### 3.2 Beteiligungsmöglichkeiten

Die befragten Business Angels hatten in den letzten drei Jahren kumuliert mehr als 2.700 Gelegenheiten für informelle Beteiligungen, mit einem Median von 25 Gelegenheiten pro Investor. Woher die Gelegenheiten stammen, zeigt die nachfolgende Tabelle auf.

Informationsquelle	Gelegenheiten allgemein		Eingegangene Beteiligungen			Erfolgsquote
	Anzahl der Investoren	% der Investoren	Anzahl der Investoren	% der Investoren	% aller Beteiligungen	
<b>Informelle Quellen</b>						
Geschäftsfreunde	44	92%	38	79%	63%	69%
Aktive persönliche Suche	5	10%	1	2%	2%	17%
Gründer	21	44%	14	29%	12%	27%
<b>Formelle Quellen</b>						
VC-Gesellschaften	9	19%	7	15%	7%	39%
Banken	11	23%	3	6%	2%	8%
Anlageberater	3	6%	1	2%	0%	7%
Steuerberater/ Wirtschaftsprüfer	10	21%	1	2%	1%	4%
Rechtsanwalt	9	19%	2	4%	1%	5%
Universitäten/ Forschungsinstitute	4	8%	3	6%	2%	22%
<b>Organisierte Quellen</b>						
Investment Clubs/ Matching-Services	17	35%	8	17%	4%	12%
Business Broker	2	4%	0	0%	0%	0%
Zeitungen	3	6%	1	2%	1%	14%
Sonstige Quellen	9	19%	4	8%	5%	25%

Abbildung 4: Informationsquellen zu Beteiligungsgelegenheiten (Mehrfachnennungen möglich, n = 48 Business Angels)

Die verschiedenen Informationsquellen unterscheiden sich neben der Anzahl auch hinsichtlich der Qualität der angebotenen Beteiligungsgelegenheiten. Geschäftsfreunde waren mit 63 Prozent die originäre Informationsquelle für den mit Abstand größten Anteil tatsächlich realisierter Beteiligungen. Weitere zwölf Prozent der Gelegenheiten ergaben sich aus der direkten Kontaktaufnahme durch kapitalsuchende Unternehmensgründer. Hiernach sind Venture Capital-Gesellschaften mit sieben Prozent der realisierten Beteiligungen die dritthäufigste Quelle. Die höchsten Erfolgsquoten als Informationsquelle haben vor Venture Capital-Gesellschaften Geschäftsfreunde.

### 3.3 Selektion der Beteiligung

Nach einer ersten kurzen Sichtung der möglichen Beteiligung treffen Business Angels typischerweise eine schnelle Entscheidung, inwieweit eine eingehendere Betrachtung der jeweiligen Gelegenheit sinnvoll erscheint. Entscheidungskriterien sind auf dieser Stufe der „erste Eindruck“ sowie die Frage, wie gut die Gelegenheit zu ihren persönlichen Beteiligungspräferenzen passt. Das geschieht oft auch intuitiv. Die Mehrheit aller Gelegenheiten wird bereits auf dieser ersten Stufe ausgeschlossen. Im Anschluss erfolgt dann eine detaillierte Analyse der Gelegenheit, in deren Rahmen auch ein persönlicher Kontakt mit den Kapitalnachfragern zustande kommt.

Die detaillierte Analyse erfolgt auf Basis von Kriterien, die von den befragten Business Angels als unterschiedlich wichtig angesehen werden. Darüber gibt die nachfolgende Abbildung Auskunft.

Bei der Entscheidungsfindung über informelle Beteiligungen berücksichtigte Faktoren	Bedeutung		
	sehr wichtig	wichtig	Unwichtig
Management-Team	96%	4%	0%
Wachstumspotential des Marktes	58%	31%	11%
Einzigartigkeit des Produktes oder der Dienstleistung	58%	31%	11%
Erwartete Rendite	46%	42%	12%
Branche	38%	31%	31%
Wettbewerb	29%	44%	27%
Exit-Mechanismus	14%	40%	46%

Abbildung 5: Faktoren bei der Entscheidungsfindung über informelle Beteiligungen

Die Bedeutung der Persönlichkeitsfaktoren, des Wachstumspotentials und der Einzigartigkeit des Produktes in der Entscheidungsfindung wird durch eine Betrachtung der wichtigsten Ablehnungskriterien von Beteiligungsgelegenheiten deutlich unterstrichen.

Gründe die zur Ablehnung von Beteiligungsmöglichkeiten geführt haben	Prozent der Investoren
Mangel an Vertrauen in die Person des Unternehmers	65%
Zweifel an der Kompetenz/Fähigkeiten des Managements	50%
Schwäche des Geschäftskonzeptes	48%
Eingeschränktes Wachstumspotential	37%
Unattraktive Branche	31%
Unrealistische Bewertung des Unternehmens	27%
Unfähigkeit, technische Aspekte einzuschätzen	22%
Unzureichende persönliche Kenntnis des Unternehmens	17%
Mangelnder Einklang mit eigenen langfristigen Zielen	17%
Mangel an zur Verfügung gestellter Information	11%
Mangel an Zeit zur Analyse der Gelegenheit	11%
Eigene Kapitalrestriktion/nicht gesicherte Gesamtfinanzierung	11%
Beteiligung zu risikoreich	9%
Unfähigkeit, den Wert des Unternehmens zu beurteilen	9%
Negatives „Bauchgefühl“	7%
Unfähigkeit, sich über die Größe des Anteils zu einigen	9%
Sonstige Faktoren	13%

Abbildung 6: Gründe für die Ablehnung von Beteiligungsmöglichkeiten

So beziehen sich die beiden meist genannten Ablehnungsgründe ebenfalls auf die kapitalsuchenden Gründer und damit auf einen Mangel an Vertrauen in die Person des Unternehmers sowie Zweifel an dessen Kompetenz und Fähigkeiten. Ebenfalls wichtige Gründe sind die Schwäche des Geschäftskonzeptes und ein eingeschränktes Wachstumspotential. Eine unrealistische Bewertung der Unternehmen nennen 27 Prozent der befragten Business Angels als Ablehnungsgrund. Die Unfähigkeit, sich über die Größe des Anteils zu einigen, den der Business Angel für seine Kapitalbeteiligung erhält, nennen dagegen nur 9 Prozent der Investoren.

Insgesamt reduzierte der Selektionsprozess die Gesamtzahl der Beteiligungsmöglichkeiten aller befragten Business Angels von über 2.700 auf 230 tatsächliche Beteiligungen. Hieraus ergibt sich eine Annahmerate von insgesamt 8,4 Prozent.

### 3.4 Renditeerwartungen, Beteiligungsdauer und Exit

Bei der Schilderung der Selektion von Beteiligungen durch die Angels wurde schon deutlich, dass diese die Rendite nicht als alleinig entscheidendes Kriterium einfließen lassen. Angesichts dessen überrascht es kaum, dass nur selten quantifizierte Erwartungen an die minimale Rendite der Beteiligungen bestehen. 38 Prozent der Business Angels besitzen keine minimalen Renditeerwartungen für ihre informellen Beteiligungen, wohingegen 46 Prozent eine solche minimale Renditeerwartung quantifizieren können. Diese liegt bei durchschnittlich 42 Prozent jährlich, wobei es für die Befragten keine Rolle spielt, in welcher Entwicklungsphase sich die Unternehmen befinden.

Die von den Business Angels für ihre informellen Beteiligungen antizipierte Beteiligungsdauer bewegt sich größtenteils in einem überschaubaren Zeitraum: 54 Prozent der Investoren erwarten bei ihren Investments eine Beteiligungsdauer von drei bis zehn Jahren. Weitere 38 Prozent sind entweder ausserstande, zum Zeitpunkt der Befragung bereits eine bestimmte Beteiligungsdauer zu antizipieren oder befinden die Frage nach der Dauer der Beteiligungen als grundsätzlich unwichtig. Nur jeweils 4 Prozent geben an, eine Beteiligungsdauer von unter zwei oder über zehn Jahren zu erwarten. Das wird auch aus der nachfolgenden Abbildung deutlich.

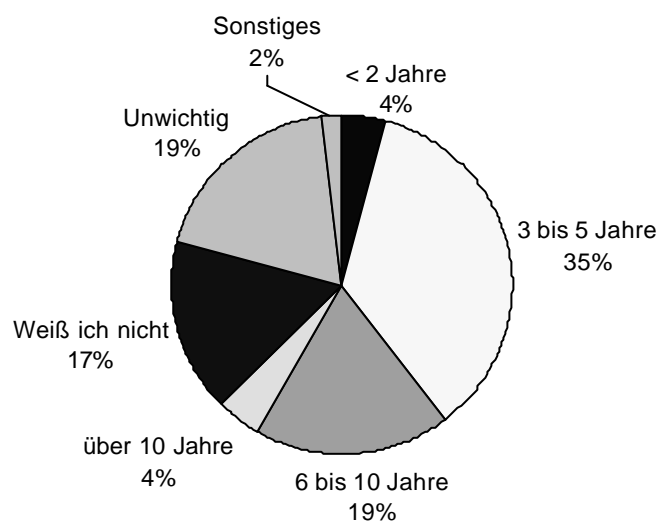


Abbildung 7: Erwartete Beteiligungsdauer für informelle Beteiligungen

Zum Ende der Beteiligungsdauer steht die Veräußerung der Unternehmensanteile an, der sogenannte „Exit“. Die Investoren wurden in diesem Zusammenhang nach dem Exit-Mechanismus befragt, den sie für ihre persönlichen Beteiligungen erwarten. Da sich bei mehreren eingegangenen Beteiligungen die Art des antizipierten Ausstiegs schlecht verallgemeinern lässt, waren hier Mehrfachnennungen

möglich. Die mit Abstand am häufigsten angestrebten Exit-Kanäle sind mit 50 Prozent der Börsengang beziehungsweise mit 44 Prozent der Verkauf an einen strategischen Investor, der sogenannte „trade sale“.

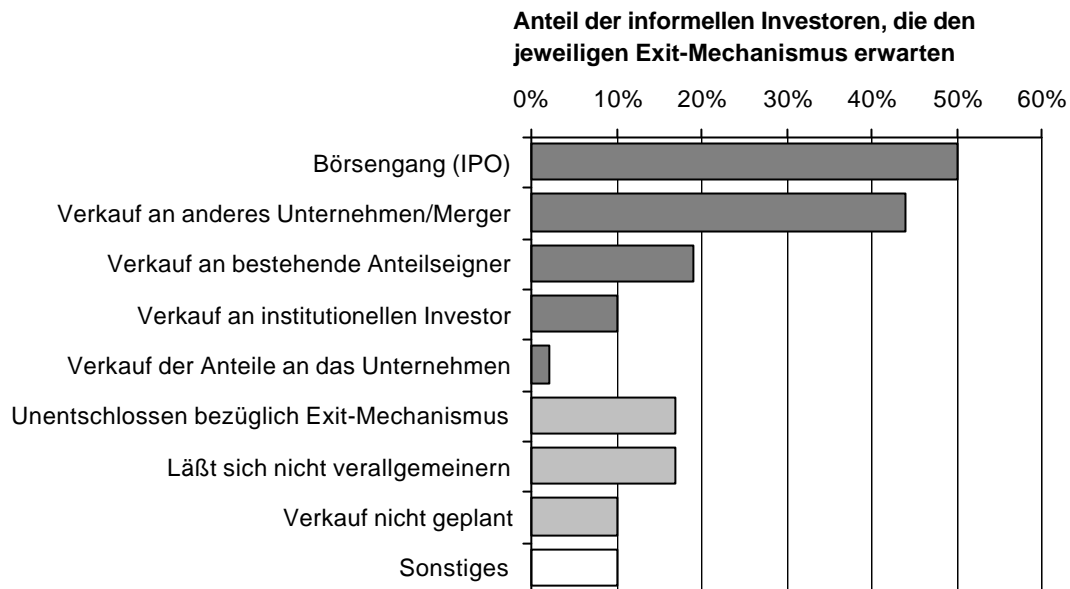


Abbildung 8: Erwarteter Exit-Mechanismus für informelle Beteiligungen<sup>32</sup>.

### ***3.5 Beziehung zwischen Business Angels und Beteiligungen und Art ihrer Hilfeleistung***

Die befragten Business Angels engagieren sich auf unterschiedliche Art und Weise in ihren Beteiligungen. Drei Viertel der Business Angels geben an, sich in Aufsichtsrat, Beirat oder Gesellschafterversammlung aktiv zu engagieren und überdies informelle Beratungshilfe zu leisten. Weitere 21 Prozent der Befragten engagieren sich entweder in diesen Organen oder leisten Beratungshilfe. Diese Hilfe erfolgt in der Regel unentgeltlich, nur zwei der insgesamt 200 Unternehmen, in denen Angels sich über die Organe der Gesellschaft hinaus engagieren, müssen für die Beratungshilfe ihres Business Angels bezahlen.

Die Vertretung in den Organen der Gesellschaften ist in der Regel mit der Ausübung von Stimmrechten verbunden. Dementsprechend verfügen 96 Prozent der Befragten in mindestens einem Unternehmen über Stimmrechte. Die Bedeutung, die die Business Angels dem Besitz und dem Anteil der Stimmrechte zubilligen, variiert beträchtlich: Insgesamt drei Viertel der informellen Investoren

<sup>32</sup> Summe der Prozentwerte ist grösser als 100 aufgrund von Mehrfachnennungen.



geben an, dass für sie der Besitz von Stimmrechten wichtig sei. Für 21 Prozent hat der Besitz von formalen Rechten jedoch keine Bedeutung. Diese Business Angels vertreten überwiegend die Meinung, dass Konflikte zwischen Unternehmensgründern und Beteiligungskapitalgebern bei jungen Unternehmen nicht über die Ausübung formaler Rechte, sondern auf eine informelle und persönliche Art geregelt werden sollten.

Im Besitz von Stimmrechtsmehrheiten sind lediglich 19 Prozent der Business Angels. Für gut die Hälfte dieser informellen Investoren sind die Stimmrechtsmehrheiten auch angestrebt und wichtig. Der „typische“ Business Angel hält jedoch weder eine Stimmrechtsmehrheit, noch empfindet er diesen Umstand als störend. Eine Minderheitsbeteiligung erfolgt im Gegenteil bewusst, da den Gründern die finanzielle und ideelle Motivation des „eigenen Unternehmens“ nicht genommen werden soll. Darüber hinaus wollen Business Angels zwar an „unternehmerischen Freuden und Erträgen“<sup>33</sup> partizipieren, ohne jedoch unternehmerische Verantwortung zu übernehmen.

Stimmrechts- Mehrheit	Bedeutung	In Besitz des Angels		
		Ja	Nein	Summe
	wichtig	8%	4%	12%
	unwichtig	11%	77%	88%
	Summe	19%	81%	

Abbildung 9: Anteil der Business Angels mit Stimmrechtsmehrheiten und empfundene Bedeutung von Mehrheiten.<sup>34</sup>

Die von den Business Angels geleistete informelle Beratungshilfe hat eine Reihe unterschiedlicher Ausprägungen. Um diesbezüglich differenzierte Aussagen treffen zu können, wurden die Business Angels nach den von ihnen im Unternehmen geleisteten Beiträgen befragt. Neben dem Kapital, das alle Angels zur Verfügung stellen, sind insbesondere das Einbringen des persönlichen Netzwerks sowie die Unterstützung durch Coaching und finanzielles Know-how die am häufigsten genannten Beiträge.

<sup>33</sup> Zitat eines befragten Business Angels.

<sup>34</sup> In dieser Betrachtung wird einem Business Angel die Stimmrechtsmehrheit nicht nur dann zugerechnet, wenn er alleine die Stimmrechtsmehrheit innehat, sondern auch dann, wenn er gemeinsam mit seinen informellen Co-Investoren die Mehrheit hält.

Beiträge der Business Angels in ihren Beteiligungen	Beiträge allgemein		Wichtigster Beitrag	
	Anzahl Nennungen	% der Investoren	Anzahl der Investoren	% der Investoren
Coaching	28	58%	14	29%
Netzwerk/Kontakte	42	85%	14	29%
Finanz Know-how	25	52%	5	11%
Marketing Know-how	15	31%	3	6%
Strategie	5	11%	2	4%
Kapital	48	100%	2	4%
Management Know-how	22	46%	1	2%
Personalentwicklung	5	11%	1	2%
Branchen Know-how	14	29%	1	2%
Sonstiges	6	13%	5	11%
<i>Summe</i>			<i>48</i>	<i>100%</i>

Abbildung 10: Aus Sicht der Business Angels geleistete Beiträge in ihren Beteiligungen

Weitere von den Investoren aufgezeigte Beiträge bestehen in dem Einbringen des eigenen Marketing-, Strategie- und Management-Know-hows, dem Einsatz von Branchenkenntnissen sowie der Suche und Auswahl weiterer Führungskräfte. Bei letzterem nutzen die Business Angels wiederum ihr persönliches Netzwerk und Branchen-Know-how.

Die verschiedenen von den Business Angels geleisteten Beiträge spiegeln sich in einem beträchtlichen Zeitaufwand wider, den Business Angels für ihre Beteiligungen aufbringen. Im Durchschnitt verbringt jeder der befragten informellen Investoren 6,2 Tage pro Monat mit seinen Beteiligungen. Pro Beteiligung entspricht dies einem durchschnittlichen Zeiteinsatz von 1,34 Tagen pro Monat. An dieser Stelle ist anzumerken, dass der Zeiteinsatz für eine Beteiligung mit der Beteiligungsdauer stark abnimmt. Gerade Business Angels mit mehreren Beteiligungen geben häufig an, den Großteil ihres Zeiteinsatzes mit der zuletzt erworbenen Unternehmensbeteiligung zu verbringen.

Durch die Einbindung der Business Angels in das Geschäft der Unternehmen ergeben sich naturgemäß auch Schwierigkeiten in der Beziehung zwischen Gründern und informellen Investoren. So geben 77 Prozent der Business Angels an, schon einmal Probleme in dieser Beziehung gehabt zu haben. Diese sind größtenteils fachlicher und strategischer, aber auch menschlicher Natur. Obschon das aktive Engagement eines Business Angels für das unterstützte Unternehmen in aller Regel außerordentlich förderlich ist, besteht aufgrund der engen Beziehung und des intensiven Engagements

auch Konfliktpotential. So weisen auch ROBERTSON, HENDERSON und HARVEY auf mögliche Nachteile der Beteiligung eines Business Angels hin, die aus der teilweise aufgegebenen Entscheidungshoheit oder aus persönlichen Differenzen zwischen Business Angel und Gründern resultieren können: “Angels can bring experience, skills, resources, ability, knowledge and wisdom to a company – all elements a successful business needs – on the other hand, they can also bring interference and loss of control – sometimes the chemistry just doesn’t work.”<sup>35</sup>

Trotz der auftretenden Schwierigkeiten sind Business Angels mit der Entwicklung ihrer Beteiligungen zufrieden. Über ein Drittel der Befragten gibt an, dass sich ihre Beteiligungen erheblich über Erwartung entwickeln. Neben einem großen Anteil zufriedener Investoren (44 Prozent) existiert jedoch auch ein nennenswerter Anteil unzufriedener Business Angels, aufgrund von Beteiligungen, die erheblich hinter den Erwartungen zurückbleiben (14 Prozent).

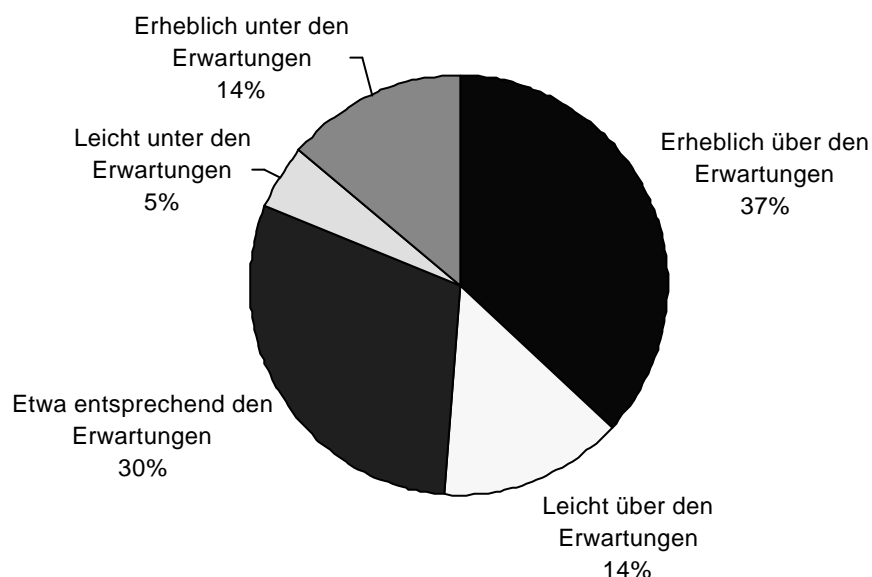


Abbildung 11: Zufriedenheit der informellen Investoren mit der Entwicklung ihrer Beteiligungen

Dies ist zum einen durch das naturgemäß hohe Risiko von Beteiligungen an jungen Technologieunternehmen zu erklären. Zum anderen scheint das dem Markt inhärente Risiko von einem Teil der informellen Investoren drastisch unterschätzt zu werden.

<sup>35</sup> ROBERTSON/HENDERSON/HARVEY, Beiträge, 1996, S. 45.

## **4 Zusammenfassung und Ausblick**

In den vorangegangenen Abschnitten wurde aufbauend auf einer allgemeinen Darstellung das Verhalten von Business Angels in Deutschland aufgezeigt. Die Ergebnisse stammen aus einer Untersuchung von 48 aktiven Angels und stellen damit die erste empirische Studie über Business Angels in Deutschland dar.

Im Ergebnis zeigt sich, dass Business Angels in Deutschland erstens die finanziellen Mittel besitzen, um Unternehmen in Frühphasen unterstützen zu können, und zweitens auch Wissen und Kontakte mitbringen, um dem jungen Unternehmen auf einen erfolgreichen Weg zu verhelfen. In der Regel werden den Angels genügend Beteiligungsmöglichkeiten angetragen, von denen sie allerdings weniger als zehn Prozent auch annehmen. Mehr als die Hälfte der Angels möchte das Unternehmen, an dem er sich beteiligt mehr als drei Jahre begleiten und wünscht sich als Exit dann einen Börsengang oder einen Verkauf an ein anderes Unternehmen. Dieser Einsatz der befragten Angels wird damit belohnt, dass die befragten Angels mit ihren Beteiligungen erheblich zufrieden sind.

Mit dieser ersten empirischen Studie in Deutschland kann gezeigt werden, daß Business Angels analog zu ihrem Verhalten in den USA oder in Großbritannien auch in Deutschland ihre Rolle als Kapital- und Ratgeber zur Schließung des Equity Gap ausfüllen. Gleichwohl kann diese erste Studie mit einer Grundgesamtheit von 48 Angels noch nicht als repräsentativ angesehen werden. Es bedarf weiterer Arbeit, die Grundgesamtheit zu erhöhen und um Inhalte, wie z.B. der Frage des Prinzipal-Agenten Problems bei der Beziehung zwischen Start-up und Risikokapitalgeber, zu ergänzen.

## 5 Literatur

- ALBACH, H. [Potentiale und Lücken, 1998]: Unternehmensgründungen in Deutschland - Potentiale und Lücken, Discussion Paper FS IV 98 - 1, Wissenschaftszentrum, Berlin 1998.
- BAIER, W./PLESCHAK, F. [Finanzierung und Marketing, 1996]: Marketing und Finanzierung junger Technologieunternehmen: Den Gründungserfolg sichern, Wiesbaden 1996.
- BELL, M. G. [Informeller Beteiligungskapitalmarkt, 1998]: Der informelle Venture-Capital-Markt in Deutschland - die Suche nach den Angels in Deutschland, in: Sparkasse, 115. Jg. (1998), S. 301-306.
- FREEAR, J./SOHL, J. E./WETZEL, W. E., JR. [Differences, 1994]: Angels and Non-Angels: Are there Differences? in: Journal of Business Venturing, 9. Jg. (1994), S. 109-123.
- FREEAR, J./SOHL, J. E./WETZEL, W. E., JR. [Personal Investors, 1995]: Angels: Personal Investors in the Venture Capital Market, in: Entrepreneurship & Regional Development, 7. Jg. (1995), S. 85-94.
- GERKE, W. [Market Failure, 1998]: Market Failure in Venture Capital Markets for New Medium and Small Enterprises, in: HOPT, K. ET AL (Hrsg.): Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research, Oxford 1998, S. 607-635.
- HAKE, B. [Amerikanische Firmengründer, 1997]: Wer finanziert amerikanische Firmengründer? in: Technische Rundschau, Nr. 37/38, S. 104ff.
- HEMER, J. [Business Angels und JFU, 1999]: Business Angels und Junge Technologieunternehmen, in: KOSCHATZKY, K. ET AL (Hrsg.) (1999): Finanzierung von KMU im Innovationsprozeß - Akteure, Strategien, Probleme, Fraunhofer IRB, Stuttgart 1999.
- KIRCHNER, H. [Privatinvestoren, 1998]: Privatinvestoren, in: ACHLEITNER, A.-K./THOMA, G. F. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance: Konzepte, Strategien und Praxiswissen für das moderne Finanzmanagement, Loseblattausgabe, Deutscher Wirtschaftsdienst, Köln 1998.
- LESSAT, V. ET AL [Beteiligungskapital, 1999]: Beteiligungskapital und Technologieorientierte Unternehmensgründungen, Gutachten für das BMWi, erstellt vom Fraunhofer-Institut für Systemtechnik und Innovationsforschung (FhG-ISI), Karlsruhe und dem Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim 1998.
- LUMME, A./MASON, C. M./SUOMI, M. [Finland, 1998]: Informal Venture Capital: Investors, Investments and Policy Issues in Finland, Boston 1998.
- MASON, C. M./HARRISON, R. T. [Market Expansion, 1993]: Strategies for Expanding the Informal Venture Capital Market, in: International Small Business Journal, 11. Jg. (1993), Nr. 4, S. 23-38.
- MASON, C. M./HARRISON, R. T. [Survey, 1994]: Informal Venture Capital in the UK, in: HUGHES, A./STOREY, DAVID J. (Hrsg.) (1994): Finance and the Small Firm, Routledge: London 1994.
- MASON, C. M./HARRISON, R. T. [Equity Gap, 1995]: Closing the Regional Equity Capital Gap: The Role of Informal Venture Capital, in: Small Business Economics, 7. Jg. (1995), S. 152-172.

- MASON, C. M./HARRISON, R. T. [Investment Process, 1996]: Informal Venture Capital: A Study of the Investment Process, the Post-Investment Experience and Investment Performance, in: Entrepreneurship & Regional Development, 8. Jg. (1996), S. 105-125.
- OSNABRUGGE, M. VAN [Comparison, 1998]: Comparison of Business Angels and Venture Capitalists: Financiers of Entrepreneurial Firms, Said Business School, University of Oxford, Oxford 1998.
- ROBERTSON, M./HENDERSON, R./HARVEY, D. [Beiträge, 1996]: Where Angels Fear to Tread? in: Certified Accountant, April 1996, S. 43-45.
- SOUTH WEST INVESTMENT GROUP [Business Angels, 1996]: "Business Angels": Finance and Expertise for Small and Medium Sized Enterprises, Presentation to EBAN Conference in Torquay, February 1996.
- SULLIVAN, M. K. S. [Segmentation, 1990]: Segmenting the Informal Investment Market: A Benefit-based Typology of Informal Investors, Dissertation, The University of Tennessee: Knoxville 1990.
- TSCHAMMER-OSTEN, G. [Business Angel, 1996]: Business Angel, in: Die Betriebswirtschaft (DBW), 56. Jg. (1996), Nr. 5, S. 716-719.
- WETZEL, W. E., JR. [Angels, 1983]: Angels and Informal Risk Capital, in: Sloan Management Review, 24. Jg. (1983), Nr. 4, S. 23-34.
- WETZEL, W. E., JR./FREEAR, J. [United States, 1996]: Promoting Informal Venture Capital in the United States: Reflections on the History of the Venture Capital Network, in: HARRISON, R. T./MASON, C. M. (Hrsg.) (1996): Informal Venture Capital: Evaluating the Impact of Business Introduction Services, Woodhead-Faulkner: Hertfordshire 1996.