

Deutsche Business Angels im internationalen Vergleich

Empirische Erkenntnisse

WHU-Forschungspapier Nr. 84 (November 2001)

Malte Brettel

Inhaltsverzeichnis

INHALTSVERZEICHNIS	1
1 EINLEITUNG	2
2 EMPIRISCHE GRUNDLAGEN	3
3 EMPIRISCHE ERKENNTNISSE: BUSINESS ANGELS IM INTERNATIONALEN VERGLEICH.....	5
3.1 Demografische Faktoren von Business Angels	6
3.2 Investitionsspezifische Merkmale von Business Angels	13
3.3 Charakteristika der Portfoliounternehmen	17
3.4 Beziehung zwischen Business Angels und ihren Beteiligungen.....	21
4 ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK.....	25
LITERATURVERZEICHNIS	28

1 Einleitung

Unternehmensgründungen spielen eine wichtige Rolle bei der Schaffung neuer Arbeitsplätze, Voraussetzung ist jedoch, dass ihre Finanzierung sichergestellt ist.¹ Business Angels können dabei einen wesentlichen Beitrag leisten, insbesondere bei der Verringerung der sogenannten „equity gap“. Zu diesem Ergebnis gelangen jedenfalls Studien aus den USA, Großbritannien oder Nordeuropa.²

Unternehmensgründungen spielen auch in Deutschland eine wichtige Rolle. Dort sind immer wieder Business Angels an der Finanzierung junger Unternehmen beteiligt, diese Information ist vor allem journalistischen Beiträgen in Hochglanzjournalen zu entnehmen. Über den informellen Beteiligungsmarkt in Deutschland existieren dagegen noch sehr wenige Ergebnisse von Forschungsarbeiten: So ist bisher kein wissenschaftlich fundierter Beitrag bekannt, der auf empirischer Basis den informellen Beteiligungskapitalmarkt in den genannten Ländern vergleicht.³

Dieses Forschungsdefizit möchte der vorliegende Beitrag verringern. Er vergleicht vorliegende empirische Studien über Business Angels mit den ersten empirischen Erkenntnissen aus dem deutschen informellen Beteiligungskapitalmarkt.⁴ Damit werden drei Ziele verfolgt:

?? Die international schon sehr rege Forschung über den informellen Beteiligungskapitalmarkt wird um empirische Erkenntnisse über Deutschland ergänzt.

¹ Vgl. beispielsweise Birch (1979), Bygrave/Timmons (1992) oder Frank/Landstrom (1998).

² Vgl. beispielsweise Mason/Harrison (1995a), Gaston (1989), Sohl, J.E. (1999), Landstrom (1993), Lumme et al. (1998) sowie Reitan/Sörheim (2000).

³ Die einzigen empirischen Untersuchungen über den informellen Beteiligungskapitalmarkt sind die von Brettel/Jaugey/Rost (2000) und Just (2000).

⁴ Zu den Studien vergleiche im nächsten Abschnitt.

?? Die empirischen Erkenntnisse werden in den internationalen Rahmen eingeordnet.

?? Mit diesem Vergleich können Aussichten für die Entwicklung des deutschen Beteiligungskapitalmarktes vorgezeichnet werden.

Um diese Ziele zu erreichen, werden im nächsten Abschnitt die empirischen Grundlagen für den Vergleich gelegt, um darauf aufbauend den Vergleich in den vier von Mason/Harrison (1991a und 1994) angeführten Kategorien vorzunehmen. Aus dem Ergebnis werden die Implikationen abgeleitet.

2 Empirische Grundlagen

Der informelle Beteiligungskapitalmarkt wird in den USA bereits seit vielen Jahren wissenschaftlich bzw. empirisch untersucht.⁵ Zusätzlich zu überregionalen Untersuchungen gibt es auch eine Reihe von regional orientierten.⁶ In Europa sind die Pioniere auf dem Gebiet der empirischen Untersuchung von Business Angels Mason und Harrison, denen es gelungen ist, für den Beteiligungskapitalmarkt in Großbritannien wichtige Erkenntnisse zu erforschen.⁷ In ihrer Studie aus dem Jahr 1991 (Mason/Harrison 1991a) haben sie dabei auch die Basis für einen Vergleich zwischen den USA und Großbritannien gelegt, indem sie u.a. die Ergebnisse von Gaston (1989) übertragen haben.⁸ Dies stellte die Grundlage für weitere vergleichende Arbeiten dar, z.B. von Landstrom für Schweden (1993) und Reitan/Sørheim für Norwegen (2000).⁹ Die vier großen

⁵ Vgl. z.B. Benjamin/Margulis (1996), Coveney/Moore (1997), Fiet (1991), (1995a), (1995b), Freear/Sohl/Wetzel (1992), (1995), (1996a), (1996b), Gaston (1989), Wetzel (1981), (1987) oder Wetzel/Freear (1996).

⁶ Vgl. für regionale Untersuchungen z.B. Wetzel (1983), Tymes/Krasner (1983), Neiswander (1982), oder Aram (1987).

⁷ Vgl. beispielsweise Harrison/Mason (1988), (1989), (1991), (1992), Mason (1996), Mason/Harrison (1990), (1991a), (1991b), (1992), (1994), (1995a), (1995b), (1996a), (1996b), (1997), (1999a), (1999b).

⁸ Vgl. Mason/Harrison (1991a) und Gaston (1989). Daneben existieren inzwischen auch Studien aus Australien, vgl. Hindle/Wenban (1999), Japan, vgl. Tashiro (1999) und Kanada, vgl. Duxbury et al. (1996).

⁹ Vgl. Landstrom (1993) und Reitan/Sørheim (2000).

Bereiche dieser Studien sind demografische Faktoren, die Investitionsaktivität von Business Angels, Charakteristika der Portfolios und die Beziehung zwischen den informellen Beteiligungskapitalgebern und ihren Ventures.¹⁰

In Deutschland waren bis vor kurzem keine empirischen Untersuchungen zum informellen Beteiligungskapitalmarkt existent. Diese Forschungslücke haben Brettel/Jaugey/Rost zum Anlass für die erste deutsche Untersuchung genommen.¹¹ Für das Vorgehen bei der Erhebung wurde auf den drei von Mason/Harrison beschriebenen Methoden¹² basierend der Kontakt zu Business Angels über Firmen, an denen sie beteiligt waren (Methode 2),¹³ und der Schneeballeffekt (Methode 3)¹⁴ genutzt.¹⁵ Mit Hilfe dieser beiden Wege konnten 48 Business Angels persönlich interviewt werden¹⁶, wobei die Grundlage für die Interviews ein strukturierter Fragebogen darstellte, der an die Befragungen von Mason/Harrison (1991a und 1994) angelehnt ist.¹⁷

Trotz der umfangreichen Forschung über Business Angels in den USA oder Großbritannien stellen die umfangreichste Vergleichsbasis die Studien von Mason/Harrison (1991a bzw. 1994) und Gaston (1989) dar.¹⁸ Das ist darauf zurückzuführen, dass in Deutschland erst einmal die Grundlagen des informellen Beteiligungskapitalmarkts erforscht werden müssen, wie es in den anderen Ländern schon vor Jahren geschehen ist. Diese zeitliche Differenz wird allerdings nicht nur durch Versäumnisse der Forschung in Deutschland, sondern vor allem auch durch die spätere Entwicklung des Beteiligungskapitalmarkts erklärt. Zusätzlich zu den Daten aus den USA und Großbritannien sollen solche

¹⁰ Vgl. Mason/Harrison (1991a) und darüber hinaus Gaston (1989), Landstrom (1993) und Reitan/Sörheim (2000).

¹¹ Vgl. Brettel/Jaugey/Rost (2000).

¹² Vgl. Mason/Harrison (1994).

¹³ Vgl. auch Aram (1987) oder Gaston (1989).

¹⁴ Vgl. auch Wetzel (1981) oder Neiswander (1982).

¹⁵ Auf die Nutzung der ersten Methode, den Versand von Fragebogen, wurde aufgrund der zu erwartenden hohen Streuverluste verzichtet.

¹⁶ Von den Interviews wurden 24 vor Ort und 24 telefonisch durchgeführt.

¹⁷ Vgl. Brettel/Jaugey/Rost (2000), S.223 ff., und Mason/Harrison (1991a) und (1994).

aus Nordeuropa einbezogen werden. Den wesentlichen Beitrag zur Erforschung der skandinavischen Business Angels hat Landstrom geleistet,¹⁹ dessen Untersuchung von 1993 eine gute Vergleichsbasis darstellt.²⁰ Die Ergebnisse des Vergleichs sind im folgenden Abschnitt dargestellt.

3 Empirische Erkenntnisse: Business Angels im internationalen Vergleich

Der Fokus des vorgenommenen Vergleichs liegt neben der deutschen Erhebung auf Studien aus den USA, Großbritannien und Schweden. Die Studien aus Japan und Australien weisen demgegenüber nur ein kleines Sample auf,²¹ und die aktuellere norwegische Studie zeigt ähnliche Ergebnisse wie die von Landstrom.²² Auch die Ergebnisse aus Kanada und den USA sind in ihrer Aussage ähnlich, weshalb hier auf den bedeutungsvolleren Beteiligungskapitalmarkt in den USA fokussiert werden soll.²³

Zu beachten ist beim Vergleich der Studien, dass sie zu unterschiedlichen Zeitpunkten durchgeführt wurden, was potenziell zu Verzerrung führen kann. Dies soll bei der Interpretation der Ergebnisse eine besondere Beachtung finden.

Die Struktur der nachstehenden Abschnitte folgt der Unterteilung der Charakteristika nach Gaston (1989) und Mason/Harrison (1991a bzw. 1994)²⁴.

¹⁸ Vgl. Mason/Harrison (1991a) und Gaston (1989).

¹⁹ Vgl. Landstrom (1991), (1993) und (1995).

²⁰ Vgl. Landstrom (1993).

²¹ Vgl. Hindle/Wenban (1999) und Tashiro (1999).

²² Vgl. Landstrom (1993) und Reitan/Sørheim (2000).

²³ Vgl. Gaston (1989) und Duxbury et al. (1996).

²⁴ Vgl. Gaston (1989) und Mason/Harrison (1991a).

3.1 Demografische Faktoren von Business Angels

Den Ergebnissen der anderen Studien entsprechend, sind offensichtlich auch in Deutschland Business Angels überwiegend männlich, in der vorliegenden Stichprobe sind sie es sogar ausschließlich.²⁵

Von der Altersstruktur ist die der deutschen Business Angels vergleichbar mit US-amerikanischen informellen Investoren, weist aber deutliche Unterschiede zu den anderen Ländern in Europa auf. Das Durchschnittsalter in der Befragung beträgt 48 Jahre. Dabei sind 29 Prozent zwischen 45 und 54 Jahre alt, 27 Prozent zwischen 35 und 44 sowie der gleiche Anteil zwischen 55 und 64. Einer eher landläufigen Vorstellung eines Stereotyps des Business Angels widersprechend, ist nur ein geringer Anteil, nämlich 4 Prozent, bereits im fortgeschrittenen Alter von über 65 Jahren, aber mit insgesamt 13 Prozent ein hoher Anteil unter 35 Jahren.²⁶ Im Vergleich dazu sind die in Großbritannien befragten informellen Investoren mit einem Anteil von 43 Prozent über 54 Jahren deutlich älter.

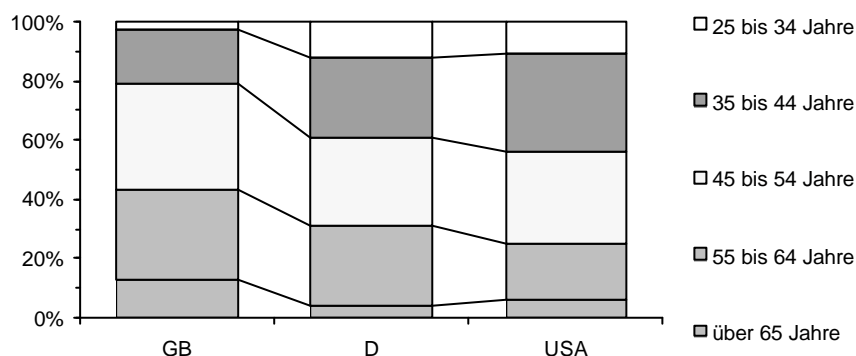


Abbildung 1: Altersverteilung der informellen Investoren

Noch stärker unterscheidet sich die Altersstruktur deutscher Business Angels von der skandinavischer informeller Investoren. So sind die Business Angels in

²⁵ Die nachfolgenden Aussagen stammen, wenn es jetzt nicht anders erwähnt wird, aus den Studien von Gaston (1989) für die USA, Mason/Harrison (1991a, 1992 und 1994) für Großbritannien und Landstrom (1993) für Schweden. Für die deutschen Ergebnisse bildet der Datensatz der Studie von Brettel/Jaugey/Rost (2000) die Grundlage, bei den Ergebnissen handelt es sich teilweise um solche, die in Brettel/Jaugey/Rost (2000) zu finden sind, teilweise auch hier zum ersten Mal publiziert werden.

²⁶ Vgl. hierzu Berglund/Johansson (1996) S. 10, die fortgeschrittenes Alter sogar als ein Merkmal des "idealen" Business Angel anführen.

Schweden wesentlich älter als britische oder US-amerikanische informelle Investoren. Dies ist auf höhere Steuersätze in diesen Ländern zurückzuführen, die die Akkumulation von hohem Privatvermögen erschweren beziehungsweise verlangsamen, und daher Kapital für informelle Beteiligungen erst in einem fortgeschritteneren Alter zur Verfügung steht.²⁷

Das relativ niedrige Alter der deutschen Angels ist allerdings zu relativieren: Da die deutsche Studie relativ aktuell ist, mischt sich hier unter die befragten Angels auch ein Teil an New Economy-Millionären, die es zu den Befragungszeiten der anderen Studien noch nicht in dem Maße gegeben hat.

So ist insgesamt zu vermuten, dass Business Angels in Europa grundsätzlich etwas älter sind als in den USA, was dadurch zu erklären ist, dass ein Großteil US-amerikanischer Investoren aufgrund der Rahmenbedingungen in den USA relativ früh ein Vermögen aufbauen kann, das wiederum in innovative Start Up-Unternehmen investiert wird.

An diesen Ergebnissen wird sichtbar, dass das Alter der Business Angels teilweise auch zu erklären ist durch die eigene Gründungstätigkeit. Hier lässt sich ein hoher Prozentsatz an erfahrenen Gründern sowohl in Schweden als auch den USA erkennen, wo die Anzahl an Business Angels, die bereits mindestens ein Unternehmen gegründet haben, bei 96% für Schweden bzw. 83% für die USA liegt. Dagegen liegt der Anteil bei britischen Investoren unter diesem Niveau. Lediglich 2/3 der britischen Investoren waren bereits als Gründer tätig. In Deutschland haben 75 Prozent der Business Angels bereits eines oder mehrere Unternehmen gegründet. Dieses Ergebnis korrespondiert in gewisser Weise mit dem des Alters: In den USA verfügen die Business Angels jünger über entsprechende Erfahrungen als in Europa. Lediglich das Steuersystem in Schweden verzerrt dieses Bild ein wenig.

²⁷ Vgl. auch Lumme/Mason/Suomi (1998) S. 30.

Die Ergebnisse aus Deutschland über den Exit aus den eigenen Unternehmen stimmt mit denen aus Großbritannien überein. In Deutschland haben 46% der Business Angels bereits ein Unternehmen verkauft, also Erfahrung mit einem Exit, in Großbritannien waren das 42%. Als Exitkanäle sind allerdings in Deutschland weit häufiger der IPO zu verzeichnen, was durch den Zeitpunkt der Studie zu erklären ist.

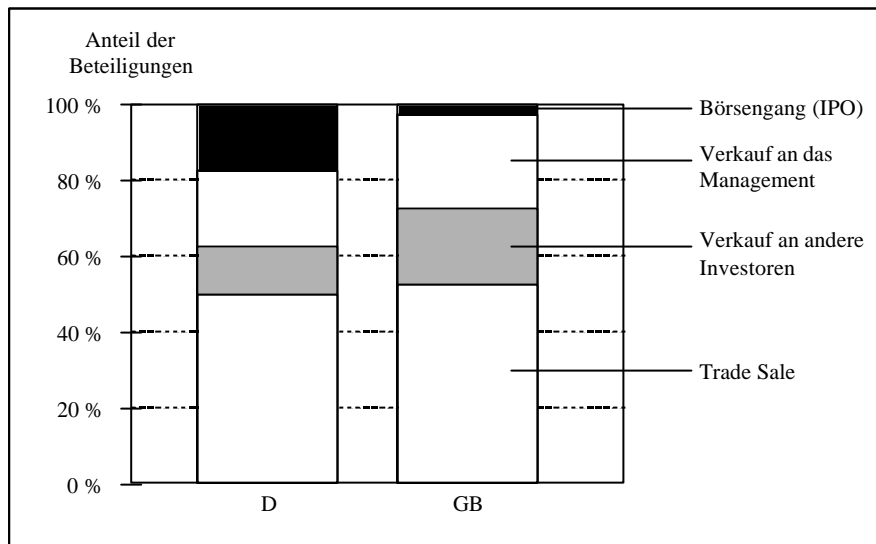


Abbildung 2: Exitkanäle für eigene Unternehmen in Deutschland und Großbritannien im Vergleich

Von den Business Angels, die bisher noch kein eigenes Unternehmen gegründet haben, konnten 42 Prozent bereits Managementenerfahrung in kleinen und mittleren Unternehmen sammeln. Insgesamt haben damit über 85 Prozent der befragten deutschen informellen Investoren Managementenerfahrung in Unternehmen dieser Art. Im arithmetischen Mittel 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.

Beim Vergleich des momentanen Berufsstandes zeigt sich ein sehr ähnliches Bild für die verglichenen Länder: Mit einem Anteil von 67% der Business Angels in

der Unternehmensführung zeigt sich hier fast der gleiche Wert wie in den USA und Schweden (69%). Lediglich in Großbritannien liegt der Wert etwas darunter. Hinsichtlich der Höhe ihres Einkommens und des Privatvermögens unterscheiden sich die deutschen Business Angels erheblich von denen anderer Länder. 41 Prozent der britischen Business Angels verfügen über ein jährliches Haushaltseinkommen von mehr als 50.000 britischen Pfund, nur 16 Prozent hatte ein Einkommen von mehr als 100.000 britischen Pfund. In der Untersuchung aus den USA hatten 13 Prozent der US-amerikanischen Business Angels ein Haushaltseinkommen von über 200.000 US-Dollar.

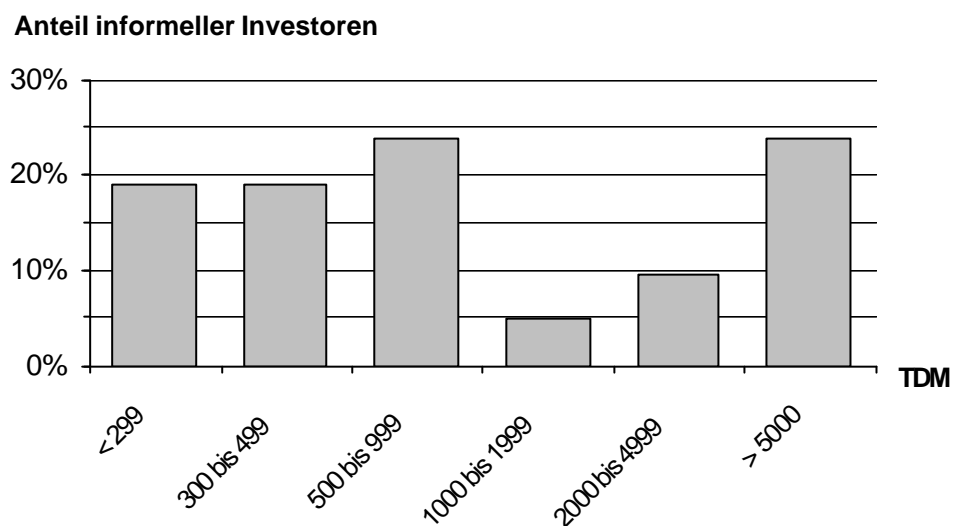


Abbildung 3: Durchschnittliches jährliches Haushaltseinkommen der deutschen Business Angels in TDM

Die Business Angels aus Deutschland verfügen über ein deutlich höheres Haushaltseinkommen. Beinahe zwei Drittel haben jährliche Einkünfte von mehr als 500 TDM, und 38 Prozent verfügen über ein Haushaltseinkommen von über einer Million DM, 24 Prozent sogar über mehr als fünf Millionen DM jährlich. Der Median der Haushaltseinkommen liegt in dem Intervall zwischen 500 und 999 TDM.

Noch deutlicher wird der Unterschied zwischen den deutschen und ausländischen Business Angels bei der Betrachtung der Höhe ihres Privatvermögens.²⁸ So verfügen 83 Prozent der deutschen 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. Im Durchschnitt ergibt sich für die befragten Business Angels ein Privatvermögen von über 11,5 Millionen DM,²⁹ wobei der Median in dem Intervall zwischen 10 und 20 Millionen DM liegt.

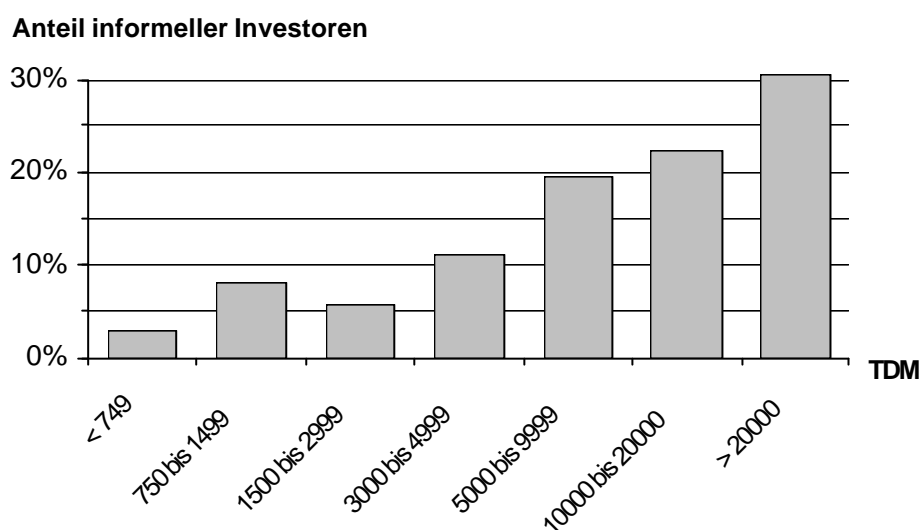


Abbildung 4: Privatvermögen der deutschen Business Angels

Die Stichprobe deutscher Business Angels hebt sich also sowohl durch die Höhe des Haushaltseinkommens als auch durch den Umfang des Privatvermögens deutlich von den Ergebnissen der anderen Studien ab.

Allerdings liegt auch das Privatvermögen schwedischer Investoren über dem ihrer internationalen Kollegen. 39% der schwedischen Business Angels sind

²⁸ Das Privatvermögen sei an dieser Stelle definiert als die Summe sämtlicher sowohl liquider als auch illiquider privater Vermögensgegenstände, verringert um den Wert des gegebenenfalls im Privatbesitz befindlichen Hauptwohnsitzes.

²⁹ Aufgrund der intervallskalierten Erhebung dieser Daten lässt sich nur ein Näherungswert bestimmen. Hierzu wurde als Wert jeweils die Mitte des zutreffenden Intervalls angenommen. In der Realität ist ein noch höheres Ergebnis zu vermuten, da im Falle des höchsten Intervalls nur ein Vermögen von 20 Millionen DM angenommen wurde.

Millionäre in USD, wobei der Anteil bei einer Grenze von 900.000 USD bereits auf 57% ansteigt. Amerikanische Business Angels können immerhin ein Durchschnittsvermögen von 750.000 USD vorweisen, während Investoren in Großbritannien durchschnittlich 440.000 USD zur Verfügung stehen.

Das höhere Vermögen und Einkommen der deutschen Business Angels lässt sich zum Teil durch den späteren Erhebungszeitpunkt erklären. Daneben steht zu vermuten, dass das allgemein risiko-averse Verhalten von Deutschen hier einen Einfluss nimmt: In Deutschland ist man erst zu Business Angel-Arbeit bereit, wenn man ein ausreichendes Vermögen erworben hat, von dem man auch einen Teil problemlos zu verlieren riskieren kann.

Dieses Ergebnis bestätigt sich auch beim Vergleich des Anteils des investierten Kapitals. Hier zeigt sich zudem eine klare Differenzierung zwischen dem angelsächsischen Raum und Schweden. Während in den USA und Großbritannien Investitionen bevorzugt werden, die einen kleinen Teil des eigenen Gesamtvermögens ausmachen, wird in Schweden durchschnittlich pro Angel ein erheblich größerer Teil des Vermögens investiert. So beteiligen sich ein Drittel der schwedischen Angels mit mehr als 25% ihres Kapitals in Start-Ups. Demgegenüber sind etwa ein Drittel der angelsächsischen Investoren nicht bereit, mehr als 5 Prozent ihres eigenen Vermögens als Beteiligungskapital zu verwenden. In Deutschland liegt der Anteil am investierten Kapital am niedrigsten: Nur 15% der befragten Angels waren bereit, mehr als ein Viertel ihres Vermögens zu investieren.³⁰

Insgesamt zeigt sich also, dass die Business Angel Tätigkeit in Deutschland risiko-averser ausgefüllt wird als in den anderen Ländern. Bezieht man hier zusätzlich ein, dass die Hauptmotivation der deutschen Angels der Spaß ist, so wird auch klar, dass hierin nicht ein zu großer Anteil des eigenen Vermögens fließt. Vielmehr mutet dieses Ergebnis so an, dass sich der deutsche informelle

³⁰ Dieses Ergebnis ergibt sich nicht nur aus den Werten der Tabelle 11, sondern vor allem durch Gegenüberstellen des Vermögens mit dem potenziellen Beteiligungskapital.

Beteiligungskapitalmarkt trotz seines Renditepotenzials noch im Stadium eines „Hobbymarktes“ befindet.

Motivation für die Tätigkeit als Business Angel	Bedeutung		
	sehr wichtig	wichtig	unwichtig
Aus Spaß	81%	17%	2%
Um junge Unternehmen zu unterstützen	50%	42%	8%
Um hohe Kapitalzuwächse zu erzielen	46%	37%	17%
Um eine Rolle im unternehmerischen Prozess zu spielen	40%	23%	37%
Um Einfluss auf ein Investment ausüben zu können	21%	37%	42%
Um gesellschaftlich vorteilhafte Produkte oder Dienstleistungen zu fördern	17%	29%	54%
Um Freunden oder Familienmitgliedern zu helfen	10%	17%	73%
Aus steuerlichen Gründen	6%	15%	79%
Für gegenwärtige oder zukünftige Dividenden	4%	25%	71%
Für Anerkennung in der Gemeinde/Gesellschaft	4%	15%	81%

Tabelle 1: Motivation der deutschen Business Angels

Die vergleichenden Ergebnisse dieses Abschnitts sind in der nachfolgenden Tabelle 1 im Überblick dargestellt.

Demografische Faktoren	UK	USA	Schweden	Deutschland
Alter (Anteil Angel älter als 55 Jahre)	44%	25%	47%	31%
Erfahrene Entrepreneur	66%	83%	96%	75%
Berufsstand (Unternehmen od. Geschäftsführer)	49%	69%	69%	67%
Durchschnittliches Gesamtvermögen (in USD)	Ca. 440.000	Ca. 750.000	39% > 1 Mio.	5,5 Mio.
Anteil investiertes Kapital relativ zum Gesamtvermögen				
<5%	34%	32%	17%	n/a
>25%	21%	33%	34%	15%

Tabelle 2: Demografische Faktoren von Business Angels im Vergleich

3.2 Investitionsspezifische Merkmale von Business Angels

Ein Merkmal, in dem sich Business Angels in den drei Ländern sehr ähnlich sind, ist die Quelle, die sie nutzen, um von potenziellen Beteiligungen zu erfahren: In den meisten Fällen handelt es sich hierbei um Geschäftspartner. Allerdings sind schwedische Angels zusätzlich aktiver bei der Suche als ihre angelsächsische Kollegen. Letztere verlassen sich mehr auf Hinweise von Freunden und Bekannten. Als uninteressante Quellen werden insgesamt Banken, Wirtschaftsprüfer und Anwälte eingestuft.

Haben die Business Angels von den potenziellen Beteiligungen erfahren, so ist ihre Annahmequote von weiterem Interesse. Hierbei wird zuerst die Anzahl von Beteiligungsgelegenheiten ermittelt, die daraufhin der Anzahl ernsthaft geprüfter und tatsächlich eingegangener Beteiligungen gegenübergestellt wird. Auffällig ist vor allem die Anzahl potenzieller Beteiligungen, die in Deutschland deutlich höher als in den anderen Ländern und in Großbritannien pro Angel im Durchschnitt immer noch dreimal so hoch liegt wie in den USA bzw. in Schweden. Der hohe Wert für die Beteiligungsgelegenheiten ist für Deutschland aus dem Erhebungszeitpunkt der Stichprobe zu erklären: Zum Zeitpunkt der Befragung befand sich Deutschland in einem Gründungsboom. Da dieser in den anderen Ländern ähnlich zu verzeichnen war, ist das Bild der Beteiligungsgelegenheiten sicherlich eher als ein zeitspezifisches denn als ein länderspezifisches zu betrachten.

Die durchschnittliche Annahmequote in Deutschland und Großbritannien, die gleichermaßen bei etwa 8 Prozent liegt und damit gegenüber Schweden und den USA weit niedriger ist, gleicht das Bild der tatsächlich eingegangenen Beteiligungen stark an: Hier ist insgesamt die Streuung zwischen den Werten aus den verschiedenen Ländern schon geringer. Allerdings liegt auch hier der deutsche Wert über dem der anderen Länder, was sich bei der Anzahl der

Investoren, die keine oder eine bzw. mehr als vier Beteiligungen eingegangen sind, fortsetzt. Dieses Ergebnis ist sicher auch ein Resultat des Gründungsbooms. Ein weiterer Unterschied zwischen den Business Angels aus den unterschiedlichen Ländern lässt sich in der Frage des durchschnittlich investierten Kapitals erkennen. Britische Beteiligungskapitalgeber haben durchschnittlich ca. 54.000 USD in ihre Ventures innerhalb von 3 Jahren investiert, während diese Zahl bei amerikanischen und schwedischen Investoren bei über 200.000 USD liegt. In Deutschland dagegen liegt der Betrag bei knapp 200.000 USD pro Venture, d.h. bei gut 950.000 USD pro Investor in den letzten drei Jahren. Das ist verglichen mit den anderen Ländern sehr viel und relativiert die Frage nach dem Risikoverhalten etwas.

Betrachtet man die Verteilung der Investitionssummen der einzelnen Business Angels so ist zu erkennen, dass die genannten Durchschnittswerte erheblich durch Ausreißer beeinflusst werden. So übersteigen fast 20 Prozent der getätigten Investitionen einen Betrag von 500.000 USD.

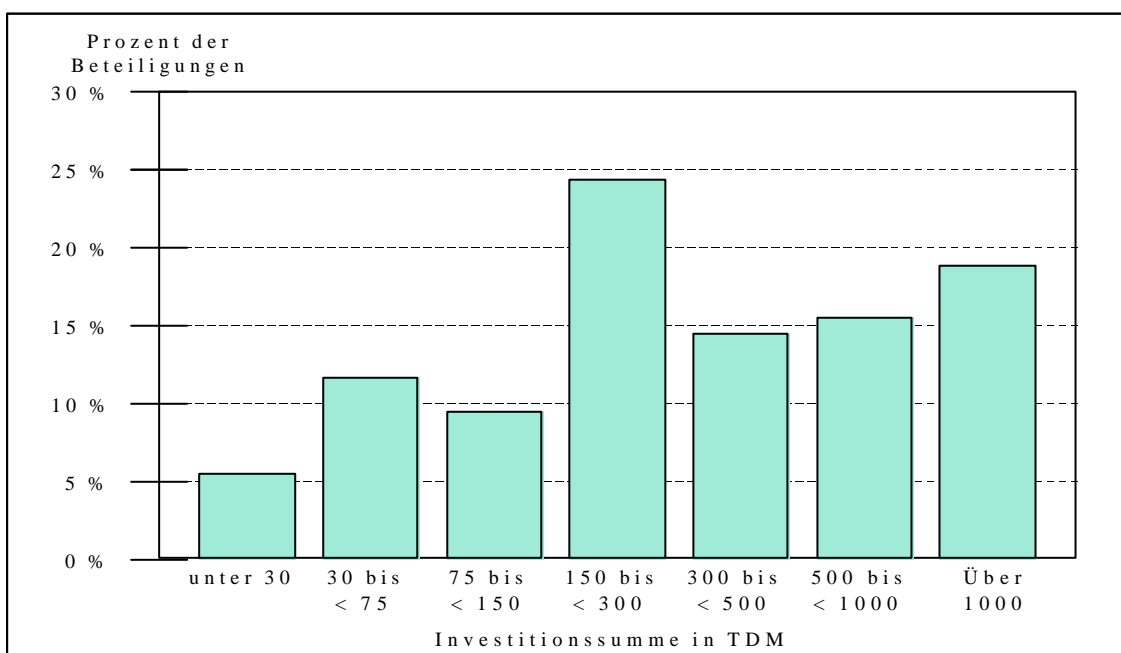


Abbildung 5: Verteilung der Beteiligungen nach Investitionssumme in Deutschland

Eine Erklärung der hohen Investitionssummen liegt sicherlich in den Beteiligungsunternehmen selbst: Zum Befragungszeitpunkt der deutschen Studie handelte es sich zu einem Teil schon um Internetunternehmen, die insgesamt einen hohen Investitionsbeitrag erforderten sowie hohe Wachstumsraten und dadurch auch Bewertungen vorzeichneten. Wollte ein Business Angel einen signifikanten Eigenkapitalanteil an dem Unternehmen erwerben, so war er zu einer größeren Investition gezwungen.

Die niedrigere Investitionssumme der britischen Angels ist in Verbindung zu sehen mit ihrem derzeitigen Berufsstand. Sie sind zu einem geringeren Teil selbständig bzw. Geschäftsführer und haben somit insgesamt weniger Kapital für Investitionen zur Verfügung. Dies bestätigt die Studie von Mason/Harrison (1995), laut der britische Angels insgesamt über Kapital für zusätzliche Investitionen im Wert von ca. 75.000 USD verfügen³¹.

Abschließend für die investitionsspezifischen Merkmale der Business Angels lässt sich noch ein Unterschied im Syndizierungsverhalten der verschiedenen Länder beobachten. Hier zeigt sich ein großer Unterschied von britischen und deutschen Angels zu den Vertretern aus Schweden und den USA. Während in Großbritannien lediglich 44% und in Deutschland lediglich 58% der informellen Investoren bereits syndiziert haben, schlossen sich in den USA 92% und in Schweden 81% der Business Angels bereits zum Zweck einer gemeinsamen Beteiligung zusammen. Dies zeigt für Deutschland den Grad der Entwicklung des informellen Beteiligungskapitalmarktes eindrucksvoll auf: Der Markt ist noch nicht in dem ausreichenden Maß entwickelt, dass sich die Business Angels für ihre Beteiligungen zusammenschließen. Gerade vor dem Hintergrund der hohen Kapitalbedarfe würde sich das nämlich durchaus empfehlen. Dadurch ließe sich auch das Investitionsrisiko besser streuen.

³¹ Vgl. Mason/Harrison (1995a), S. 162.

Investitionsaktivität	UK	USA	Schweden	Deutschland
Informationsquellen für potenzielle Ventures	Geschäftspartner Freunde	Geschäftspartner Freunde	Geschäftspartner Aktive Suche	Geschäftspartner Gründer
Anzahl an Investitionsmöglichkeiten (3 Jahre)	29	9	10	56
Anzahl eingegangener Beteiligungen (3 Jahre)	2	2	3	5
Anteil Investoren, die 0-1 Investitionen getätigt haben (3 Jahre)	52%	42%	28%	13%
>4 Investitionen getätigt haben (3 Jahre)	12%	9%	35%	46%
Durchschnittlich insgesamt investiertes Kapital pro Investor (3 Jahre)	~ 54.000 USD	n.a.	~ 218.000 USD	~ 955.000 USD
Anteil syndizierte Investitionen pro BA	44%	92%	81%	58%

Tabelle 3: Investitionsaktivität von Business Angels im Vergleich

Allerdings ist auch bei der Syndizierung eine durchaus deutsche Eigenschaft zu spüren, nämlich der Drang nach unabhängigem Operieren. Diese Vermutung wird bestätigt, wenn man auf die Gründe der deutschen Business Angels für das Syndizieren schaut: Hier spielt das Sicherstellen der Gesamtfinanzierung die wichtigste Rolle, die Frage nach der Aufteilung des Betreuungsaufwands ist dagegen kaum relevant. Das bedeutet, dass die deutschen Angels auch in einem Zusammenschluss eine jeweils eigene individuelle Rolle dem Beteiligungsunternehmen gegenüber spielen wollen. Mit dieser Rolle im Hinterkopf können sich dann auch 84 Prozent aller deutschen Angels vorstellen, in Zukunft einmal zu syndizieren.³²

³² Vgl. Brettel/Jaugey/Rost (2000), S. 163.

Insgesamt zeigt sich der deutsche informelle Beteiligungskapitalmarkt in seiner zahlenmäßigen Erfassung zwar als Ausreißer, ist jedoch um den Erhebungszeitpunkt bereinigt mit den anderen Märkten gut vergleichbar. Die deutschen Business Angels erhalten bedingt durch den Erhebungszeitpunkt mehr Beteiligungsmöglichkeiten, die Annahmehäufigkeit ist indes vergleichbar. Das investierte Kapital ist zwar höher, doch im Verhältnis zum Vermögen relativiert sich dieser Wert. Bei der Frage der Syndizierung zeigt sich eine größere Marktineffizienz als in anderen Ländern, jedoch entsteht gerade vor diesem Hintergrund eine Reihe von Netzwerken für Business Angels.³³

3.3 Charakteristika der Portfoliounternehmen

Der dritte Bereich der Untersuchung internationaler Business Angels umfasst die Merkmale der Beteiligungsunternehmen. Dabei ist vor allem interessant zu beobachten, in welchen Branchen internationale Business Angels investieren, in welcher Phase der Unternehmensgründung sie investieren und wie viel Kapital sie dabei pro Venture im Durchschnitt zur Verfügung stellen. Zusammengefasst sind die Ergebnisse in der Tabelle 4.

Bei den bevorzugten Branchen lässt sich für schwedische Investoren eine konservativere Strategie feststellen als bei angelsächsischen Investoren. Bevorzugte Investitionsobjekte finden sich in Schweden hauptsächlich im Bereich Bank- und Versicherungswesen und in der Industrie. Britische und amerikanische Angels dagegen bevorzugen risikoreichere Dienstleistungs- und High-Tech-Unternehmen, was die These relativiert, dass schwedische Business Angels risikofreudiger sind als ihre angelsächsischen Kollegen. Deutsche Business Angels haben die High-Tech-Industrie als bevorzugte Branche genannt. An zweiter Stelle in der Beliebtheit der Angels folgt der Biotech-Bereich. Dieses Verhalten der deutschen Business Angels kann man einerseits als risikofreudig

³³ Die Hypothese der Marktineffizienz wird unterstützt durch das Ergebnis, dass etwa ein Drittel der Business Angels in Deutschland noch mehr investiert hätten, würden ihnen entsprechende

erklären, andererseits aber auch durch die Gelegenheiten, die zum Zeitpunkt der Erhebung sicherlich eher in der High-Tech-Branche gefunden wurden.

Aufklärung kann ergänzend zu den Branchen die Untersuchung der Lebenszyklusphase der Beteiligungen zum Zeitpunkt der Investition der Business Angels bringen. Hier unterscheiden sich die Länder massiv voneinander: Amerikanische und deutsche Investoren bevorzugen Start-Ups in der Vor- bzw. Gründungsphase, während britische Investoren einen erheblichen Teil ihrer Beteiligungen in der Früh- und der Wachstumsphase eines Unternehmens durchführen. Schwedische Investoren erweisen sich auch hier wieder als eher konservativ, da sie bevorzugt in etablierte Unternehmen investieren. Auffällig ist, dass die deutschen Business Angels in diesem Kontext als extrem risikofreudig einzuschätzen sind, zwar sind die Renditen in Frühphasen höher, doch das Ausfallrisiko ebenso.

Auch wenn dieses Ergebnis auf den ersten Blick der Schlussfolgerung in Bezug auf das Risikoverhalten im Rahmen der demografischen Untersuchung zu widersprechen scheint, ist es doch mit ihr kompatibel: Deutsche Business Angels verhalten sich insofern risiko-avers, als sie nie ihre Existenzgrundlage durch die Tätigkeit als Angel riskieren würden, in der Folge investieren sie einen prozentual weit geringeren Teil ihres Gesamtvermögens als Business Angels anderer Länder. Ist allerdings für einen Teil des Vermögens die Entscheidung gefallen, dieses in Beteiligungsunternehmen zu investieren, dann können sie mit dem zur Verfügung stehenden Geld weit unabhängiger umgehen, also auch ein weit höheres Risiko beispielsweise durch vermehrte Frühphaseninvestitionen eingehen. Insofern erfüllen die deutschen Business Angels viel stärker ihre Rolle, die Finanzierungslücke in frühen Phasen zu reduzieren. Das geschieht trotz der Tatsache, dass die Investitionstätigkeit unter Einbezug der Motivation der Business Angels noch weit stärker als eine Art Hobby denn als Tätigkeit zu sehen ist.

Beteiligungsmöglichkeiten vorliegen.

Für Jungunternehmen in Deutschland bedeutet dies, dass ihnen die Beteiligungsgeber mit weniger Vorbehalten das Risiko betreffend gegenüber treten, auch wenn es aufgrund der im vorigen Abschnitt herausgearbeiteten Ineffizienzen des Marktes erst einmal schwieriger ist, entsprechende Beteiligungsgeber zu finden.

Trotz der frühen Phasen, in denen die Investitionen durch die deutschen Business Angels erfolgen, liegt deren durchschnittliche Beteiligungssumme weit höher als bei den Angels in den Vergleichsmärkten. Als Erklärung ist hier anzuführen, dass die Investitionssumme stark durch den Erhebungszeitpunkt der deutschen Studie beeinflusst ist: Erstens erfordern die Investitionen in High Tech-Branchen in der Regel höhere Investitionen. Zweitens ist der Geldwert in 1990 nicht entsprechend dem im Jahr 2000. Ob dies allerdings als Erklärung für das fast vierfache Investitionsvolumen dienen kann, ist fraglich. Der oben angeführte Punkt, dass die deutschen Business Angels unabhängiger mit ihrem Kapital verfahren können, spielt hier sicher auch eine Rolle. Zudem ist wahrscheinlich auch der geringere Grad der Syndizierung von Einfluss: Um die Gesamtfinanzierung sicherzustellen, bedeutet das einen höheren Beitrag eines einzelnen Investors.

Gut zu erklären ist jedenfalls auch das angesprochene risiko-aversere Verhalten in Bezug auf Branche und Phase, das die schwedischen Business Angels gegenüber den englischen zeigen: Das relativ höhere Investitionsvolumen pro Beteiligung legt nahe, bei der Auswahl der Branchen und der Lebenszyklusphase des Beteiligungsunternehmens vorsichtiger zu agieren.³⁴

³⁴ Amerikaner gelten dagegen grundsätzlich als risikofreudiger, was die höhere Investitionssumme erklären könnte.

Merkmale der Portfoliounternehmen	UK	USA	Schweden	Deutschland
Bevorzugte Branchen	Dienstleistung High-Tech	Dienstleistung High-Tech	Finanzsektor Industrie	High-Tech Biotech
Investitionen nach Lebens- zyklusphase der Ventures				
Vor- und Gründungsphase	30%	56%	27%	69%
Früh- und Wachstumsphase	51%	24%	43%	31%
Etablierte Unternehmen	19%	20%	30%	0%
Investiertes Kapital pro Investition (? in USD)	~ 14.100	58.900	~ 46.000	~ 195.000

Tabelle 4: Merkmale der Portfoliounternehmen von Business Angels im Vergleich

Die Auswahl der Beteiligungsunternehmen nehmen die deutschen Business Angels ähnlich zu denen in Großbritannien vor. Auch dort ist das Management Team das wichtigste Entscheidungskriterium vor dem Wachstumspotenzial des Marktes und der Einzigartigkeit des Produkts bzw. der Dienstleistung des Beteiligungsunternehmens. Die Motivation der deutschen Angels ist in der nachfolgenden Tabelle dargestellt.

Bei der Entscheidungsfindung über informelle Beteiligungen berücksichtigte Faktoren	Bedeutung		
	sehr wichtig	wichtig	unwichtig
Management-Team	96%	4%	0%
Wachstumspotenzial 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%

Tabelle 5: Faktoren bei der Entscheidungsfindung über informelle Beteiligungen in Deutschland

Insgesamt zeigt sich auch beim Vergleich der Portfoliounternehmen der Business Angels, dass die informellen Beteiligungsmärkte in den unterschiedlichen Ländern Ähnlichkeiten aufweisen. Im deutschen Markt zeigt sich lediglich ein risikoreicheres Investitionsverhalten als in den anderen Märkten, dieses Ergebnis weist allerdings einen starken Einfluss des Erhebungszeitpunkts auf.

3.4 Beziehung zwischen Business Angels und ihren Beteiligungen

Der vierte Abschnitt der Untersuchung internationaler Business Angels befasst sich mit der Interaktion zwischen Business Angels und Gründern. Wichtige Punkte stellen hierbei die Rolle, die Business Angels während des Investitionszeitraums in den Beteiligungsunternehmen einnehmen, dar. Des Weiteren sind die Erwartungen, die Investoren hinsichtlich der Renditen, der Länge des Investitionszeitraums und des erwünschten Exit-Mechanismus haben, von Bedeutung. Abschließend wird die Zufriedenheit der Business Angels mit den eingegangenen Beteiligungen verglichen.

Deutsche, schwedische und britische Business Angels weisen in der Interaktion mit Beteiligungen eine eher passive Rolle auf. Sie engagieren sich primär im Aufsichtsrat und präferieren Minderheitsbeteiligungen. Knapp die Hälfte der US-

amerikanischen Investoren dagegen bevorzugt eine Mehrheitsbeteiligung und übernommene Funktionen dieser Investoren sind vor allem Beraterfunktionen. Dabei engagieren sie sich sowohl als Teilzeit- als auch als Vollzeitarbeitskraft. In diesem Punkt ist der europäische Markt relativ homogen und hebt sich deutlich vom US-amerikanischen ab.

Bei den Renditeerwartungen spiegelt sich wider, dass die deutschen Business Angels ihre Investitionen in früheren Phasen der Unternehmen tätigen: Aufgrund des in frühen Phasen höheren Risikos muss die Renditeerwartung an ein einzelnes Beteiligungsunternehmen entsprechend höher sein.

Die Renditeerwartungen der britischen Angels heben sich ebenfalls von denen der Angels in den verbleibenden Ländern ab. Im Durchschnitt erwarten sie sich eine Rendite von 31%, während die Schweden lediglich eine Erwartung von durchschnittlich 15% haben. Angelsächsische Investoren halten ihre Beteiligungen zudem i.d.R. während eines kürzeren Zeitraums, was wiederum die These stärkt, dass schwedische Business Angels aufgrund ihrer konservativen Anlagestrategie Investitionen in Start-Ups eher als Anlagealternative zu sonstigen langfristigen Anlagemöglichkeiten betrachten. So plant auch ein Viertel der Schweden, Beteiligungen gar nicht zu verkaufen, im Gegensatz zu nur 8% der britischen und 0% der amerikanischen Investoren. Letztere bevorzugen einen Verkauf an die Gründer selbst, während britische Angels zu gleichen Anteilen auch einen Börsengang oder einen Trade-Sale als Exit-Möglichkeit in Betracht ziehen.

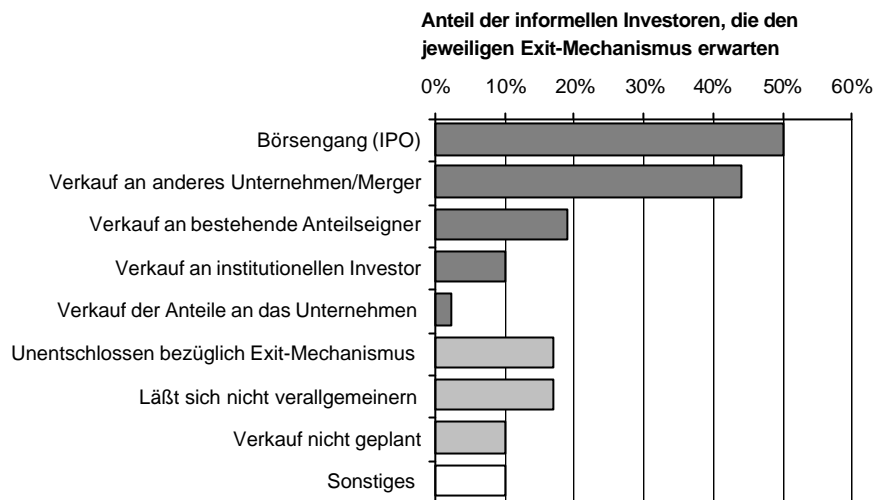


Abbildung 6: Erwarteter Exit-Mechanismus für deutsche Business Angels
(Mehrfachnennungen möglich)

Die Exiterwartungen der deutschen Business Angels sind im vorhergehenden Schaubild aufgezeigt. Die erhobenen Daten sind deshalb nicht mit denen der anderen Studien vergleichbar, weil in der deutschen Studie Mehrfachnennungen erlaubt waren. In der Tendenz zeigt sich allerdings, dass die deutschen Business Angels insbesondere einen Trade Sale an verschiedene Käufer oder einen Börsengang beabsichtigen. Hier ist sicher wiederum zu bedenken, dass zum Zeitpunkt der Studie bereits Marktsegmente an den Kapitalmärkten existent waren, die den Börsengang von High Tech-Unternehmen gefördert haben.

Beziehung zwischen BAs und ihren Ventures	UK	USA	Schweden	Deutschland
Anteil an Minderheitsbeteiligungen (?)	81%	56%	65%	81%
Funktion der BA in ihren Beteiligungen	Aufsichtsrat Berater	Berater Voll-/Teilzeit	Aufsichtsrat Berater	Aufsichtsrat Berater
Erwartete jährliche Rendite	31%	22%	15%	42%
Exit-Möglichkeiten				
MBO	26%	64%	15%	
Trade-Sale	29%	9%	22%	
IPO	25%	9%	11%	
Kein Verkauf geplant	8%	-	24%	
Unentschlossen	17%	-	20%	
Zufriedenheit mit eingegangenen Beteiligungen				
Zufrieden (über den Erwartungen)	28%	34%	27%	44%
Gemäß den Erwartungen	31%	37%	41%	31%
Unzufrieden (unterhalb der Erwartungen)	41%	28%	32%	19%

Tabelle 6: Beziehung zwischen Business Angels und ihren Beteiligungsunternehmen im Vergleich

Die deutschen Business Angels sind trotz ihrer hohen Renditeerwartungen vergleichsweise zufrieden mit der Entwicklung ihrer Beteiligungen. Dagegen findet sich unter den britischen der größte Anteil an nicht zufriedenen Business Angels. Bedenkt man, dass ihr Investitionsverhalten dem amerikanischen ähnelt, aber in späteren Phasen erfolgt, demgegenüber aber die Renditeerwartungen deutlich höher sind, so verwundert es nicht, dass sich eine geringere Zufriedenheit einstellen muss. Die Zufriedenheit der deutschen Angels ist sicherlich auch eine Frage der Marktgegebenheiten, die zum Zeitpunkt der Umfrage relativ optimistisch bzw. positiv waren.

Insgesamt zeigt sich im internationalen Vergleich der Beziehung zwischen Business Angels und ihren Beteiligungen ein zu den anderen Ergebnissen konsistentes Bild. Aufgrund der hohen High Tech-Investitionen zu i.d.R. auch hohen Bewertungen sind nur Minderheitsbeteiligungen möglich und die Renditeerfahrungen sind aufgrund der Frühphasenfinanzierung höher.

4 Zusammenfassung und Ausblick

Landstrom fasst den Vergleich zwischen den schwedischen, britischen und U.S.-amerikanischen Business Angels in der folgenden Tabelle zusammen:

	UK	USA	Sweden
Professionalism in the investment activity	Low	Moderate	High
Risks in the investment portfolio	Moderate	High	Low
Involvement in the portfolio firms	Low	High	Moderate

Tabelle 7: Zusammenfassender Vergleich der Investoren nach Landstrom (1993)³⁵

Ordnet man die deutschen Ergebnisse in diesen Rahmen ein, so ist ebenso zu bedenken, dass es nicht nur Abweichungen aufgrund der Methodik sondern auch insbesondere solche aufgrund des unterschiedlichen Erhebungszeitpunkts geben kann.³⁶ Diese wurden in den vorangegangenen Abschnitten bereits ausführlich dargestellt.

In Bezug auf die Professionalität sind die deutschen Business Angels aufgrund ihrer großen eigenen Gründungserfahrung, der im Vergleich größeren Anzahl an Beteiligungen und der damit verbundenen Auswahlprozesse als professionell einzuschätzen. Auch das relativ hohe Investitionsvolumen in frühen Phasen spricht für einen professionellen Umgang mit dem Kapital, lediglich die Motivation der deutschen Business Angels legt nahe, dass es auch bei der

³⁵ Vgl. Landstrom (1993), S.539.

³⁶ Vgl. die Hinweise von Landstrom (1993).

Professionalität noch Potenzial gibt. Insofern sind die deutschen Business Angels in ihrem Verhalten wahrscheinlich ähnlich wie die amerikanischen zu sehen.

Das Risiko im Portfolio ist bei den deutschen Business Angels mit Sicherheit am höchsten einzuschätzen, sowohl von den Branchen als auch von dem Investitionszeitpunkt her geurteilt.

Beim Involvement einzelnen Beteiligungen gegenüber ähneln die deutschen Angels den übrigen Europäern: Aufgrund der höheren Anzahl an Beteiligungen und ihrer Beschäftigung lediglich als Berater oder in einem Gremium ist ihr Beitrag ähnlich dem schwedischen als mittel einzuschätzen. Durch die große Zahl von Beteiligungen und das darin gebundene weitaus höhere Kapital kann allerdings insgesamt von einem hohen Engagement ausgegangen werden. Als Ergebnis würde sich für die deutschen Angels die folgende Tabelle ergeben.

	German Business Angels
Professionalism in the investment activity	Moderate
Risks in the investment portfolio	High
Involvement in the portfolio firms	Moderate

Tabelle 8: Einordnung der deutschen Business Angels in den Vergleich der Investoren nach Landstrom (1993)³⁷

Für einen Beteiligungsnehmer sind die deutschen Business Angels wahrscheinlich die angenehmsten Beteiligungsgeber: Sie sind bereit, sich in ausreichender Höhe an relativ risikoreichen Unternehmen im Rahmen einer Minderheitsbeteiligung zu engagieren, bringen hierin ihre hinlänglich vorhandene Erfahrung ein und sind dabei insbesondere durch Spaß motiviert und nicht wie beispielsweise die britischen Angels durch die Verzinsung des Kapitals. Durch ihr risikoreiches Investitionsverhalten stellen die aktiven deutschen Business Angels zudem das beste Potenzial zur Schließung der Finanzierungslücke in frühen Phasen.

³⁷ Vgl. Landstrom (1993), S.539.

Ein Aspekt wird allerdings im Vergleich durch Landstrom (1993) nur unzureichend erfasst: Der Organisationsgrad und die Verbreitung des Gedankens, als Business Angel tätig zu sein, ist in Deutschland noch sehr gering. Durch die grundsätzlich risiko-averse Einstellung einer Business Angel-Tätigkeit gegenüber lässt sich für Deutschland selbst noch für das Jahr 2000 auf eine zu geringe Anzahl an aktiven Angels schließen. Der geringe Organisationsgrad macht es für kapitalsuchende Jungunternehmen zudem schwer. Dieser Aspekt relativiert die genannte Schließung der Finanzierungslücke in frühen Phasen der Entwicklung von Jungunternehmen erheblich.

Insofern muss es die Aufgabe der Praxis sein, den Organisationsgrad von Business Angels zu vergrößern. Die Anstrengungen in den verschiedenen Netzwerken leisten einen wichtigen Beitrag. Die Aufgabe der Wissenschaft muss es sein, auch risiko-averseren Personen den Einstieg zu einer Business Angel-Tätigkeit zu erleichtern. Dazu ist insbesondere die Fragestellung des optimalen Investitionsverhaltens von Business Angels zu erforschen und damit das potenzielle Risiko einer Beteiligung zu reduzieren.

Literaturverzeichnis

- Aram, J.D. (1987)**, Informal risk capital in the Eastern Great Lakes Region. Prepared under contract for the Offices of Advocacy, U.S. Small Business Administration.
- Benjamin, G. A.; Margulis, J. (1996)**, Finding your Wings – How to locate Private Investors to fund your Venture, New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Berglund, T./Johansson, E. (1996)**, Why Some Entrepreneurs Must Rely on Angels, Swedish School of Economics and Business Administration, Working Papers, December 1996.
- Birch, D. L. (1979)**, The Job Generation Process, Final Report to the Economic Development Administration, MIT Program on Neighborhood and Regional Change, Boston 1979
- Brettel, M.; Jaugey, C.; Rost, C. (2000)**, Business Angels – Der informelle Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland, Wiesbaden: Gabler Verlag
- Bygrave, W.D.; Timmons, J. (1992)**, Venture Capital at the Crossroads, Boston: Harvard Business School Press
- Coveney, P.; Moore, K. (1997)**, A Typology of Angels: A better Way of examining the Informal Investment Phenomena, in: Donkels, R.; Meittinen, A. (Hrsg.): Entrepreneurship and SME Research: On its Way to the Next Millenium, S. 65-80
- Duxbury, L.; Haines, G.; Riding, A. (1996)**, A Personality Profile of Canadian Informal Investors, in: Journal of Small Business Management, 34. Jg., Nr. 2, S. 44-57
- Fiet, J.O. (1991)**, Network Reliance by Venture Capital Firms and Business Angels: An Empirical and Theoretical Test in: Churchill, N. et al. (Hrsg.): Frontiers of Entrepreneurship Research, Wellesley, MA: Center for Entrepreneurial Studies, Babson College, S. 445-455
- Fiet, J.O. (1995a)**, Risk Avoidance Strategies in the Venture Capital Markets, in: Journal of Management Studies, S. 551-574
- Fiet, J.O. (1995b)**, Reliance upon Informants in the Venture Capital Industry, in: Journal of Business Venturing, S. 195-223
- Frank, H./Landstrom, H. (1998)**, Entrepreneurship and Small Businesses in Europe – Economic Background and Academic Infrastructure, in: Landstrom, H./Frank, H./Veciana, J. M. (Hrsg.): Entrepreneurship and Small Business Research in Europe: An ECB Survey, 2. Aufl., Hants 1998, S. 1-13
- Freear, J.; Sohl, J.E.; Wetzel, W.E. (1992)**, The Investment Attitudes, Behavior and Characteristics of High Net Worth Individuals, in: Frontiers of Entrepreneurship Research, Wellesley, MA: Center for Entrepreneurial Studies, Babson College, S. 374-387

- Freear, J.; Sohl, J.E.; Wetzel, W. E. (1995)**, Angels: Personal Investors in the Venture Capital Market, in: Entrepreneurship and Regional Development, Nr. 7, S. 85-94
- Freear, J.; Sohl, J.E.; Wetzel, W.E. (1996a)**, The Informal Venture Capital Market: Milestones passed and the Road ahead, Kansas City, MO: Center for Entrepreneurial Leadership
- Freear, J.; Sohl, J.E.; Wetzel, W.E. (1996b)**, Technology Due Diligence: What Angels consider Important, in: Frontiers of Entrepreneurship Research, Wellesley, MA: Center for Entrepreneurial Studies, Babson College, S. 117-139
- Gaston, R.J. (1989)**, Finding Private Venture Capital for your Firm: A complete guide, New York
- Harrison, R.; Mason, C. (1988)**, Risk Finance, the equity gap and new venture formation in the United Kingdom: the impact of the Business Expansion Scheme, in: Frontiers of Entrepreneurship Research, 1988 Edition, S. 595-609
- Harrison, R.; Mason, C. (1989)**, The Role of the Business Expansion Scheme in the United Kingdom, in: Omega, 17, S. 147-157
- Harrison, R.; Mason, C. (1991)**, Informal Venture Capital in the UK and the USA: A Comparison of Investor Characteristics, Investment Preferences and Decision-Making, in: Frontiers of Entrepreneurship Research, Wellesley, MA: Center for Entrepreneurial Studies, Babson College, S. 469-487
- Harrison, R.; Mason, C. (1992)**, International Perspectives on the Supply of Informal Venture Capital, in: Journal of Business Venturing, Nr. 7, S. 459-475
- Hindle, K.; Wenban, R. (1999)**, Australia's Informal Venture Capitalists: An exploratory Profile, in: Venture Capital, 1. Jg., Nr. 2, S. 169-186
- Just, C. (2000)**, Business Angels und technologieorientierte Unternehmensgründungen: Lösungsansätze zur Behebung von Informationsdefiziten am informellen Beteiligungskapitalmarkt aus Sicht der Kapitalgeber, Stuttgart: Fraunhofer IRB Verlag
- Landstrom, H. (1991)**, Private investors in Sweden: an agency theory approach, Paper to RENT V-Research in Entrepreneurship Fifth Workshop, Växjö University, Sweden
- Landstrom, H. (1993)**, Informal Risk Capital in Sweden and some International Comparisons, in: Journal of Business Venturing, 8. Jg., S. 525-540
- Landstrom, H. (1995)**, A Pilot Study on the Investment Decision-Making Behavior of Informal Investors in Sweden, in Journal of Small Business Management, July 1995, S.67-76
- Lumme, A.; Mason, C.; Suomi, M. (1998)**, The Returns from Informal Venture Capital Investments: Some Evidence from Finland, Boston, S. 344-376

- Mason, C. (1996)**, Informal Venture Capital: is policy running ahead of knowledge?, in: International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research, Vol. 2, No. 1, S. 4-14.
- Mason, C.; Harrison R. (1990)**, Informal Risk Capital: A Review and Research Agenda, Venture Finance Research Project, Working Paper No.1, University of Southampton (UK) and University of Ulster at Jordanstown (Northern Ireland)
- Mason, C.; Harrison, R. (1991a)**, Informal Risk Capital in the UK: A Study of Investor Characteristics, Investment Preferences and Investment Decision-Making, in: Venture Finance Research Project, Working Paper No. 2, University of Southampton (UK) and University of Ulster at Jordanstown (Northern Ireland), S. 1-27
- Mason, C.; Harrison, R. (1991b)**, Venture capital, the equity gap and the north-south divide in the UK, in: Green M. (ed.): Venture Capital : International Comparisons, London, Routledge, S.202-247
- Mason, C.; Harrison, R. (1992)**, The Supply of Equity Finance in the UK: A Strategy for closing the Equity Gap, Nr. 4, S. 357-380
- Mason, C.; Harrison, R. (1994)**, The Informal Venture Capital Market in the UK, in: Hughes, A., Storey D.J. (Hrsg.): Financing Small Firms, London: Routledge, S.64-111
- Mason, C.; Harrison, R. (1995a)**, Closing the Regional Equity Gap: The Role of Informal Venture Capital, in: Small Business Economics, S. 153-172
- Mason, C.; Harrison, R. (1995b)**, Developing the Informal Venture Capital Market in the UK: Is there still a Role for Public Sector Business Angel Networks?, in: Frontiers of Entrepreneurship Research, Wellesley, MA: Center for Entrepreneurial Studies, Babson College, S. 34-61
- Mason, C.; Harrison, R. (1996a)**, Why Business Angels say 'No': A Case Study of Opportunities rejected by an Informal Investor Syndicate, in: International Small Business Journal, 14. Jg., Nr. 2, S. 35-51
- Mason, C.; Harrison, R. (1996b)**, Informal Venture Capital: A Study of the Investment Process, the Post-Investment Experience and Investment Performance, in: Entrepreneurship and Regional Development, Nr. 8, S. 105-125
- Mason, C.; Harrison, R. (1997)**, Business Angels in the UK: A Response to Stevenson and Coveney, in: International Small Business Journal, 15. Jg., Nr. 2, S. 83-90
- Mason, C.; Harrison, R. (1999a)**, Editorial. Venture Capital: rationale, aims and scope, in: Venture Capital, Vol. 1, No. 1, S. 1-46.
- Mason, C.; Harrison, R. (1999b)**, The Rates of Return from Informal Venture Capital Investments: Some UK Evidence, Paper Presented at the 19th Babson College Kauffman Foundation Entrepreneurship Research Conference, 12.-15.05.1999, Columbia, South Carolina

- Mason, C.; Muzyka, D.; Hay, M.; Harrison, R.; Landstrom, H.; Lumme, A. (1994)**, The perception of Opportunity by European Venture “Angels” – Paper to the 14th Babson College-Kauffman Foundation Entrepreneurship Research Conference, in: *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Wellesley, MA: Center for Entrepreneurial Studies, Babson College, S. 22-46
- Neiswander, K. (1982)**: *Informal seed stage investors: Northeast Ohio angels*. Cleveland, Ohio: Weatherhead School of Management, Case Western Reserve University.
- Reitan, B.; Sørheim, R. (2000)**, The Informal Venture Capital Market in Norway – Investor Characteristics, Behavior and Investment Preferences, in: *Venture Capital*, 2.Jg., Nr. 2, S. 129-141
- Sohl, J.E. (1999)**, The Early-Stage Equity Market in the USA, in: *Venture Capital*, 1. Jg., Nr. 2, S. 101-120
- Tashiro, Y. (1999)**, Business Angels in Japan, in: *Venture Capital*, 1. Jg., Nr. 3, S. 259-273
- Tymes, E. R./Krasner, O. J. (1983)**: *Informal Risk Capital in California*, in: *Frontiers of Entrepreneurship Research 1983*, Babson College, Wellesley 1983
- Wetzel, W.E. (1981)**, *Informal Risk Capital in New England* in: Vesper, K.H. (Hrsg.): *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Wellesley, MA: Center for Entrepreneurial Studies, Babson College, S. 217-245
- Wetzel, W.E. (1983)**, Angels and Informal Risk Capital, in: *Sloan Management Review*, 24. Jg., Nr. 4, S. 23-34
- Wetzel, W. E. (1987)**, The Informal Venture Capital Market: Aspects of Scale and Market Efficiency, in: *Journal of Business Venturing*, 2. Jg., S. 299-313
- Wetzel, W.E.; Freear, J. (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.): *Informal Venture Capital – Evaluating the Impact of Business Introduction Services*, Hertfordshire, S. 58-72