KFW-RESEARCH

Akzente

BUSINESS ANGELS AUS DER SICHT VON VENTURE CAPITAL-GESELLSCHAFTEN

Nr. 49, August 2011

kfw BANKENGRUPPE

Herausgeber
KfW Bankengruppe
Palmengartenstraße 5-9
60325 Frankfurt am Main
Telefon 069 7431-0
Telefax 069 7431-2944
www.kfw.de

Redaktion
KfW Bankengruppe
Abteilung Volkswirtschaft
research@kfw.de

Dr. Georg Metzger
Telefon 069 7431-9717

ISSN 1869-2583
Copyright Titelbild: KfW Bildarchiv /Angelika Kohlmeier
Frankfurt am Main, August 2011

BUSINESS ANGELS AUS DER SICHT VON VENTURE CAPITAL-GESELLSCHAFTEN

Innovative Unternehmen sind für die Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft von großer Bedeutung: Sie bringen frische Ideen und Impulse. Eine wichtige Rolle kommt hier insbesondere neuen Unternehmen zu. Mangelnde Finanzierung erschwert jedoch die Etablierung neuer Unternehmen am Markt und ist ein wichtiger Grund dafür, dass die Verwirklichung von Innovationen häufig nicht gelingt. Beteiligungskapital (externes Eigenkapital) ist aufgrund seiner Eigenschaften grundsätzlich ein geeignetes Finanzierungsinstrument für diese Unternehmen. Allerdings nutzt in den innovativen und wachstumsorientierten Branchen nur ein geringer Anteil junger Unternehmen, die externes Kapital benötigen, tatsächlich diese Finanzierungsform: je nach Wirtschaftszweig nur zwei bis fünf Prozent.[1]

Nur wenige junge Unternehmen nutzen Venture Capital.

Weshalb ist dieser Anteil so gering? Im Rahmen der Erhebung zum German Private Equity Barometer bewerten Beteiligungsgesellschaften die Nachfrage nach Venture Capital (VC) – also Beteiligungskapital, das typischerweise jungen Unternehmen zur Verfügung gestellt wird – ausdrücklich positiv. Die VC-Nachfrage gehört unter den in der Erhebung erfassten Marktbedingungen über den gesamten Erhebungszeitraum sogar zu den am besten bewerteten Faktoren. Die Nachfrage nach VC ist demnach offenbar grundsätzlich gegeben. Es gibt Indizien, dass dieser Nachfrage ein nicht ausreichendes VC-Angebot gegenübersteht. So sehen zwei Drittel der Beteiligungsgesellschaften dauerhafte Angebotslücken auf dem Beteiligungskapitalmarkt, ein Großteil davon (95 %) im Frühphasensegment.[2] VC-Gesellschaften refinanzieren sich nach eigenen Angaben zu knapp 70 % über öffentliche Mittel.[3] Dies spricht dafür, dass im Frühphasensegment privates Kapital fehlt. Aus volkswirtschaftlicher Sicht wäre eine Angebotslücke

In Deutschland zeigt sich ein Mangel an privatem Venture Capital.

---

[1] Siehe Fryges, H., Gottschalk, S., Gude, H., Kohn, K., Müller, K., Niefert, M. und K. Ullrich (2009), Gründungspanel, Fahrt aufnehmen in stürmischen Gewässern. Chancen und Herausforderungen in der Entwicklung junger Unternehmen, Mannheim.

[2] Siehe Achleitner, A.-K., Metzger, G., Reiner, U. und M. Tchouvakhina (2010): Beteiligungsmarkt nach der Krise: Optimistischer Ausblick aber Angebotslücke beim Wachstumskapital wird größer, November 2010, KfW Bankengruppe Frankfurt am Main.

[3] Ebd.

bei Frühphasenfinanzierungen problematisch, weil dadurch die Entwicklung junger innovativer Unternehmen und somit der Strukturwandel des Standortes Deutschland hin zu neuen Technologien gehemmt wird.

Informelles Beteiligungskapital ergänzt das Angebot an externem Eigenkapital.

Das Angebot formellen Beteiligungskapitals durch Beteiligungsgesellschaften wird durch das Angebot informellen Beteiligungskapitals durch Privatinvestoren ergänzt.[4] Ein besonderer Typus von Privatinvestoren sind Business Angels (BA's). BA's gelten als vermögende Privatpersonen, die sowohl ihr eigenes Geld als auch Zeit und Kompetenz direkt in kleine (meist auch sehr junge) nicht börsennotierte Unternehmen investieren, zu denen sie keine familiäre Bindung haben.[5]

Business Angels und VC-Gesellschaften unterscheiden sich deutlich in der Beteiligungshöhe.

Die Beteiligungen von BA's sind normalerweise deutlich kleiner als die Engagements von VC-Gesellschaften. Nur die Hälfte aller jungen BA-finanzierten Unternehmen bekommt von BA's mehr als 30 TEUR zur Verfügung gestellt, während der Hälfte der von VC-Gesellschaften finanzierten jungen Unternehmen mindestens 500 TEUR Kapital zufließt.[6] Diese Diskrepanz ist auf die unterschiedliche Kapitalkraft der Akteure sowie auf Effizienzgründe zurückzuführen: In der Regel können BA's keine großen Investitionen stemmen, während VC-Gesellschaften keine kleinen Investitionen tätigen wollen. Darin spiegelt sich jedoch auch wider, dass sich die jeweiligen Kapitalbedarfe der jungen Unternehmen, in die einerseits BA's und andererseits VC-Gesellschaften investieren, grundsätzlich unterscheiden. So finanzieren BA's bevorzugt in einer sehr frühen Lebensphase eines Unternehmens, da sich dann noch keine verfestigten Strukturen herausgebildet haben und sie leichter gestaltend einwirken können. Oft investieren BA's sogar nur in Ideen, also in der „Pre-Seed-Phase", wenn noch gar kein Unternehmen gegründet wurde. Von BA's zur Verfügung gestelltes Venture Capital geht als Anschubfinanzierung deshalb

Business Angels investieren in einem sehr frühen Lebenszyklus.

---

[4] Beteiligungsgesellschaften werben als institutionelle Intermediäre ihr Investitionskapital bei Investoren – beispielsweise bei Banken, Versicherern, Pensionsfonds, Unternehmen oder Privatpersonen – ein.

[5] Siehe Mason, C. (2006): Informal sources of venture finance, in: Parker, S. C. (Hrsg.): The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures, New York, Springer, S. 259–299.

[6] Medianwerte entnommen aus Fryges, H., Gottschalk, S., Licht, G. und K. Müller (2007: Hightech-Gründungen und Business Angels, Bericht für das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, Mannheim); Basis: Unternehmen der Gründungskohorten 2001–2005 im Frühjahr 2007; Mittelwerte: 103 TEUR (BA's) und 2,1 Mio. EUR (Beteiligungsgesellschaften).

häufig mit einem überschaubaren Kapitalbedarf einher. Mit ihrem Fokus auf großvolumigere Wachstumsfinanzierungen in der späteren Lebensphase von Unternehmen sind VC-Gesellschaften dagegen eher mit höheren Kapitalbedarfen konfrontiert.

Leistungen von Business Angels

Trotz der großen Bedeutung, die BA-Kapital als Anschubfinanzierung haben kann, ist das zur Verfügung gestellte Kapital für viele Unternehmen nicht die wichtigste Leistung, die sie von BA's erhalten. In der Literatur wurden vier Kernleistungen identifiziert, mit denen BA's auf verschiedenste Art und Weise über das zur Verfügung gestellte Kapital hinaus ihren Unternehmen einen Mehrwert erbringen.[7] BA's bieten **Kontakte durch die Einbindung in ihr Netzwerk**, sie leihen **Reputation** in ihrer Funktion als Mentor und sie unterstützen bei der Unternehmensführung sowohl durch **strategische Beratung** als auch durch **operative Mitarbeit**.

Die Bereitstellung von Kontakten, Reputationstransfer, strategischer Beratung sowie operativer Mitarbeit sind die vier Kernleistungen von Business Angels.

Die nichtfinanziellen Leistungen von BA's werden von VC-Gesellschaften – wie auch von BA-finanzierten Unternehmern selbst[8] – grundsätzlich positiv bewertet. Dies zeigen die Befragungsergebnisse der KfW-Beteiligungsmarktstudie 2010.[9] Den relativ größten Mehrwert für ihre Unternehmen schaffen BA's aus der dort wiedergegebenen Sicht von VC-Gesellschaften mit der Bereitstellung von Kontakten durch ihre Netzwerke sowie von Beratungsleistungen und Knowhow (vgl. Grafik 1). Diese Leistungen erreichen jeweils einen Mittelwert von 2,3 auf einer Bewertungsskala von „1“ (sehr hoch) bis „6“ (sehr niedrig). Der Mehrwert des Finanzierungsbeitrags von BA's ist dagegen mit einer mittleren Bewertung von 3,1 aus Sicht der VC-Gesellschaften deutlich geringer. Für diese Bewertung ist offenbar die bereits erläuterte relativ geringe Höhe von BA-Investitionen maßgeblich und nicht deren Bedeutung als Anschub- und Überbrückungsfinanzierung. Die mit 3,4 im Mittel ebenfalls relativ niedrige Bewertung des Mehrwerts eines Reputationstransfers deutet darauf hin, dass ein Reputationstransfer – möglicherweise bedingt durch eine geringe Bekanntheit vieler BA's – häufig nicht gelingt. Der niedrigste Mehr-

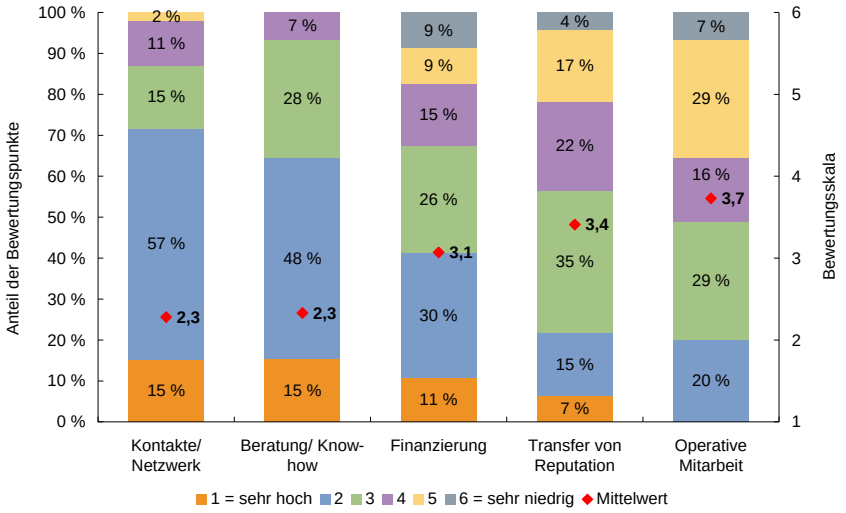
Die Bereitstellung von Kontakten sowie von Beratungsleistungen und Knowhow bieten den größten Mehrwert.

[7] Siehe Politis, D. und J. Gabrielsson (2006): Informal Investors and value added: what do we know and where do we go? CIRCLE Electronic Working Paper 13, Lund.

[8] Für einen Überblick siehe Politis, D. und J. Gabrielsson (2006).

[9] Details zur Studie siehe Achleitner, A.-K., Metzger G., Reiner U. und M. Tchouvakhina (2010).

wert wird in der operativen Mitarbeit von BA's gesehen. Hier ergibt sich eine mittlere Bewertung von 3,7. Keine VC-Gesellschaft misst dieser Leistung einen „sehr hohen" Mehrwert bei.



Die Bewertung erfolgte durch VC-Gesellschaften.

Quelle: KfW-Beteiligungsmarktstudie 2010.

Grafik 1: Bewertung des Mehrwerts von BA-Leistungen

Wenn die VC-Gesellschaften ihre eigenen nichtfinanziellen Leistungen bewerten, ergibt sich die gleiche Bewertungsrangfolge wie bei der Beurteilung der BA-Leistungen. Die Bewertung der Bereitstellung eigener Kontakte und Netzwerke sowie von Beratungsleistungen und Knowhow fällt dabei im Vergleich zur Einschätzung der entsprechenden BA-Leistungen deutlich besser aus. Allerdings wird der Reputationstransfer, den die VC-Gesellschaften selbst leisten, äquivalent und die eigene operative Mitarbeit sogar schlechter bewertet. Dies spricht gegen die Vermutung, dass die Interessenkonkurrenz zwischen BA's und VC-Gesellschaften[10] zu voreingenommenen und einseitigen Bewertungen durch die VC-Gesellschaften führt.

Konfliktfelder zwischen BA's und VC-Gesellschaften

Obwohl BA's durch ihre Engagements Finanzierungslücken bei Unternehmen zu überbrücken helfen[11] und mit ihren nicht-

[10] Mason, C. M. und R. T. Harrison (1994: Informal venture capital in the UK, in Hughes, A. und D.J. Storey (Hrsg.): Finance and the Small Firm, London, Routledge, S. 64–111) betonen, dass bei VC-Gesellschaften die Rendite maßgeblich ist, während diese bei BA's nur ein Motiv unter vielen ist.

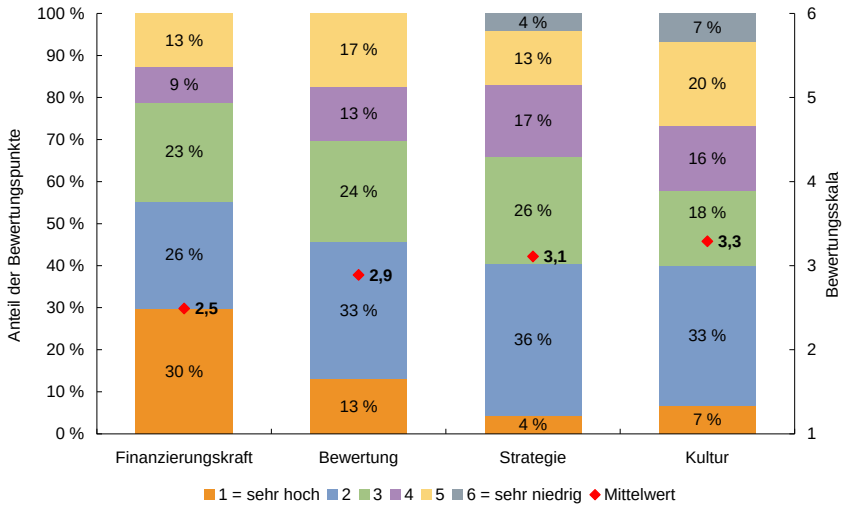
[11] Vgl. Müller, K. und N. Erhardt (2006): Finanzierung durch Business Angels in Deutschland – Ein Marktüberblick, WirtschaftsObserver online Nr. 17, November 2006, KfW Bankengruppe, Frankfurt am Main.

finanziellen Leistungen zur positiven Entwicklung von Unternehmen beitragen, ist es jedoch relativ selten, dass BA's und VC-Gesellschaften zeitgleich an einem Unternehmen beteiligt sind.[12]

Eine gleichzeitige Beteiligung von Business Angels und VC-Gesellschaften ist selten.

Ein Grund dafür könnte sein, dass BA's und VC-Gesellschaften aus Sorge vor Konflikten gemeinsame Beteiligungen vermeiden. Das größte Konfliktpotenzial[13] sehen VC-Gesellschaften in ihrer im Vergleich zu BA's unterschiedlichen Finanzierungskraft (vgl. Grafik 2): In den Befragungsergebnissen der KfW-Beteiligungsmarktstudie 2010[14] ergibt sich für diesen potenziellen Streitpunkt auf einer Bewertungsskala von „1" (sehr hoch) bis „6" (sehr niedrig) ein Mittelwert von 2,5.

Die unterschiedliche Finanzierungskraft von Business Angels und VC-Gesellschaften birgt das größte Konfliktpotenzial.



Die Bewertung erfolgte durch VC-Gesellschaften.

Quelle: KfW-Beteiligungsmarktstudie 2010.

Grafik 2: Potenzielle Konfliktfelder zwischen BA's und VC-Gesellschaften

Die unterschiedliche Finanzierungskraft steht dabei stellvertretend für die unterschiedlichen Kapitalanteile und damit für die unterschiedlichen formalen Stimmgewichte der VC-Geber bei Entscheidungsprozessen. Die höheren Kapitalanteile und damit den höheren formellen Einfluss haben i. d. R. die VC-Gesellschaften. Weil jedoch BA's auch nach dem Einstieg einer VC-Gesellschaft oft

[12] Vgl. Ausführungen in Ullrich, K. (2008): Der informelle Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland, WirtschaftsObserver online Nr. 41, November 2008, KfW Bankengruppe, Frankfurt am Main.

[13] Das Konfliktpotenzial ist ein relatives Maß: Es bedeutet, dass im Fall von Konflikten die unterschiedliche Finanzierungskraft häufig der Streitpunkt ist; was nicht heißt, dass über die Finanzierungskraft auch häufig gestritten wird. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund zu beachten, dass hier auch Einschätzungen von VC-Gesellschaften einfließen, die noch nie mit BA's zu tun hatten.

[14] Siehe Achleitner, A.-K., Metzger, G., Reiner, U. und M. Tchouvakhina (2010).

Konflikte auch bezüglich Bewertungsfragen sind wahrscheinlicher.

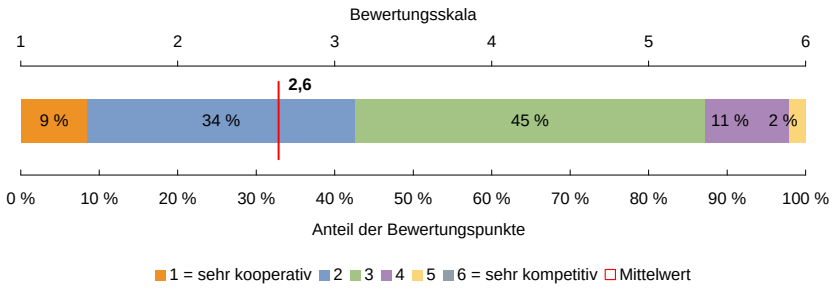
weiterhin eine einflussreiche Position im Unternehmen bekleiden,[15] kann es bei unterschiedlichen Interessenlagen zu Meinungsverschiedenheiten kommen. Bei einer mittleren Bewertung von 2,9 werden darüber hinaus unterschiedliche Bewertungsvorstellungen, beispielsweise im Rahmen von Folgeinvestitionen, relativ häufig als möglicher Konfliktherd gesehen.

Ein relativ geringes Konfliktpotenzial ist bezüglich strategischer und kultureller Unterschiede existent.

Auf die Felder strategische Differenzen und verschiedene Kulturen entfallen Durchschnittsbewertungen von 3,1 und 3,3. In diesen wird entsprechend ein geringeres Konfliktpotenzial gesehen. Offenbar stehen sich die strategischen Interessen von BA's und VC-Gesellschaften in gemeinsamen Portfoliounternehmen oft gar nicht so sehr entgegen wie vermutet.

Kooperative Beziehung zwischen BA's und VC-Gesellschaften

Trotz des auf einigen Gebieten gegebenen Konfliktpotenzials bescheinigen die befragten VC-Gesellschaften mit einem Mittelwert von 2,6 auf einer Skala von „1“ (sehr kooperativ) bis „6“ (sehr kompetitiv) ein zumindest schwach kooperatives Verhältnis zu BA's (vgl. Grafik 3).



Die Bewertung erfolgte durch VC-Gesellschaften.

Quelle: KfW-Beteiligungsmarktstudie 2010.

Grafik 3: Verhältnis zwischen BA's und VC-Gesellschaften

Eine BA-Beteiligung ist grundsätzlich ein positives Signal für VC-Gesellschaften.

So überrascht es auch nicht, dass eine BA-Finanzierung für eine VC-Gesellschaft grundsätzlich ein positives Signal ist und deren Beteiligung an einem Unternehmen wahrscheinlicher macht.[16] Die Beteiligung eines sachkundigen BA's an einem Unternehmen wird

[15] Vgl. Harrsion, R. und C. Mason (2000), Venture capital market complementarities: the links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom, Venture Capital, 2 (3), S. 223–242.

[16] Ebd.

gewissermaßen als eine externe Due Diligence wahrgenommen[17] und dürfte für VC-Gesellschaften das Rendite-Risiko-Profil einer Investitionsgelegenheit verbessern. Dies macht sich beispielsweise der Hightech-Gründerfonds (HTGF) im Rahmen seines Coachingsystems zu Nutze. Die externen Coaches – unter denen sich auch viele BA's befinden – unterstützen die Portfoliounternehmen nicht nur im Management, sondern sind für den HTGF auch eine sehr effektive und effiziente Quelle des Dealflows.

Fazit

Die Mobilisierung privaten Kapitals ist notwendig.

Das Potenzial bereits aktiver BA's sollte besser genutzt werden.

In Deutschland scheinen VC-Gesellschaften aufgrund fehlenden privaten Kapitals die VC-Nachfrage junger innovativer Unternehmen nicht ausreichend decken zu können.[18] Diese Angebotslücke bei formellem VC könnte durch die Stimulierung von BA-Aktivitäten verringert werden. Zum einen können mehr vermögende Privatpersonen und Unternehmer ermutigt werden, als BA aktiv zu werden. Vergleichswerte für die USA zeigen, dass es in Deutschland hier noch Mobilisierungspotenzial gibt: In den Vereinigten Staaten sind pro 1 Mio. Einwohner schätzungsweise 850 BA's aktiv, während in Deutschland gerade einmal 33–41 aktive BA's pro einer Mio. Einwohner vermutet werden.[19] Zum anderen kann das vorhandene Finanzierungspotenzial bereits aktiver BA's besser ausgeschöpft werden. So können beispielsweise durch eine stärkere Nutzung von Syndizierungsmöglichkeiten[20] mit VC-Gesellschaften und mit anderen BA's Effizienzgewinne möglich sein, die sich etwa aufgrund geringerer Suchkosten oder einer stärkeren Risikodiversifizierung ergeben. Wenn durch eine intensivere Zusammenarbeit mit BA's die Investitionsaktivität privater VC-Geber angeregt wird, dürfte das VC-Angebot spürbar ansteigen. Aufgrund ihrer bisher kooperativen Beziehung stehen VC-Gesellschaften einer intensivierten Zusammenarbeit mit BA's sicher offen gegenüber.

[17] Vgl. Gill et al. (2000: Funding Technology – Lessons from America).

[18] Vgl. Ausführungen auf S. 1.

[19] Vgl. Ausführungen in Ullrich, K. (2008).

[20] Auch der ERP-Startfonds, der zu gleichen Konditionen („pari passu") wie ein Lead-Investor investiert, steht BA's grundsätzlich als Syndizierungspartner zur Verfügung.