

KfW-Research.



WirtschaftsObserver online.

Finanzierung durch Business Angels in Deutschland -
Ein Marktüberblick.
Nr. 17, November 2006.

Finanzierung durch Business Angels in Deutschland – Ein Marktüberblick.

Business Angels (BAs) spielen für die Finanzierung junger Unternehmen – insbesondere sog. Hightech-Gründungen – eine sehr wichtige Rolle. In Deutschland gilt dieser Befund seit dem Ende des New Economy Booms in ganz besonderem Maße, da sich viele VC-Gesellschaften in den letzten Jahren verstärkt aus dem Segment der Frühphasenfinanzierung zurückgezogen haben. Dadurch hat die Bedeutung von BA-Investitionen für die Innovationsfähigkeit Deutschlands noch weiter zugenommen. Im Folgenden wird ein Überblick über den im internationalen Vergleich relativ wenig entwickelten deutschen BA-Markt gegeben sowie werden Maßnahmen aufgezeigt, wie dem deutschen Markt Impulse für zusätzliche BA-Investitionen vermittelt werden können.

Die Anzahl und die Struktur der Unternehmensgründungen spielen eine wichtige Rolle für die dynamische Entwicklung einer Volkswirtschaft, da die Neugründungen von heute Teil des Unternehmensbestandes von morgen darstellen. Insbesondere sind die sog. Hightech-Gründungen von herausragender Bedeutung für die technologische Leistungsfähigkeit und damit die internationale Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft.

Die Finanzierung von Unternehmensgründungen im Allgemeinen und Hightech-Gründungen im Speziellen gestaltet sich oftmals schwierig. Eine Fremdkapitalfinanzierung wird durch die hohe Unsicherheit von Gründungsvorhaben und die asymmetrische Informationsverteilung zu Lasten potentieller Kapitalgeber erschwert. Gründer sind bei der Finanzierung ihrer Vorhaben deshalb stark auf eigene Mittel im weiteren Sinne (die sog. „3F“¹) und Frühphasenbeteiligungskapital (Venture Capital, VC) angewiesen. Zwischen der Finanzierung mit Hilfe der 3F, von der i.d.R. angenommen wird, dass sie Kapitalbedarfe bis maximal 200.000 Euro abdecken kann, und der Finanzierung durch private VC-Gesellschaften, die meist erst ab Finanzierungsvolumina von deutlich über 0,5 Mio. Euro einsetzt, tritt jedoch häufig eine Finanzierungslücke (*Equity Gap*) auf. Gefüllt wird diese Finanzierungslücke neben der Unterstützung durch öffentliche Kapitalgeber und Förderinstitutionen nahezu ausschließlich durch sog. Business Angels (BAs). Bei diesen handelt es sich um Privatinvestoren, die in Start-ups und junge Unternehmen investieren, zu welchen sie in keiner familiären Bindung stehen. Es wird angenommen, dass BAs den größten Pool des Angebots an externem Eigenkapital für neu entstehende Unternehmen darstellen. In Deutschland dürfte dies seit dem Platzen der New Economy Blase umso mehr gelten, da sich

¹ Founder, family, friends – Gründer, Familie, Freunde. Bisweilen spricht man auch von den „4F“, wobei das vierte F nun für fools steht.

viele private VC-Gesellschaften im Zuge der danach einsetzenden Marktkonsolidierung aus der sehr frühen Phase der Unternehmensfinanzierung (Seed-Phase) zurückgezogen haben und zudem heute oftmals erst ab Investitionsvolumina von rund 1 Mio. Euro aktiv werden.²

Dass BAs eine wichtige Rolle für die Finanzierung junger Hightech-Gründungen zukommt, zeigen erfolgreiche Beispiele wie Apple und der Internettelefonieanbieter Skype. Im Falle von Skype erhielten die Gründer im Jahr 2002 Seed-Kapital von einer Gruppe von BAs, nachdem rund 20 VC-Gesellschaften eine Finanzierung abgelehnt hatten. 2003 kam die erste Version der Software auf den Markt, VC-Fonds sicherten dann die Anschlussfinanzierung und bereits 2005 konnte das Unternehmen für 2,1 Mrd. Euro an eBay verkauft werden.³ Diese anekdotische Evidenz für die große Bedeutung von BAs wird auch durch breit angelegte Untersuchungen bestätigt. So zeigt beispielsweise eine neuere Studie des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), dass die Finanzierung durch BAs in den letzten zehn Jahren nach der öffentlichen Unterstützung die wichtigste Finanzierungsquelle für Hightech-Gründungen in Deutschland war.⁴ Im Folgenden wird ein Überblick über den deutschen BA-Markt gegeben und seine Charakteristika mit BA-Märkten im Ausland verglichen sowie analysiert, wie die BA-Investitionstätigkeit ggf. stimuliert werden kann.

Was ist ein Business Angel?

Einer gängigen Definition von Colin Mason zufolge handelt es bei einem Business Angel um

- eine vermögende Person,
- die ihr eigenes Geld, zusammen mit ihrer Zeit und fachlichen Kompetenz,
- in der Hoffnung auf finanziellen Gewinn
- direkt in nicht börsennotierte Unternehmen,
- zu denen sie keine familiären Bindungen hat, investiert.⁵

Investitionsziel sind dabei meist sehr junge (Seed-Phase) oder zumindest junge (Start-up-Phase) Unternehmen, wenngleich vermutet werden kann, dass vereinzelt auch Investments in der Expansionsphase getätigt werden.

Ein zentrales Charakteristikum der Investitionstätigkeit eines BAs besteht in der praktischen

² So zeigt beispielsweise eine gemeinsam mit der TU München durchgeführte Untersuchung, dass der Anteil der auf die Frühphase spezialisierten Beteiligungsgesellschaften in Deutschland zwischen 2002 und 2005 von 33% auf 21% zurückging. Vgl. A.-K. Achleitner et al., 2006: *Beteiligungsfinanzierung nach der Marktkonsolidierung – Anhaltende Defizite in der Frühphase*, S. 16.

³ Auch aus Sicht der BAs war die Finanzierung von Skype ein großer Erfolg. Aus der geschätzten Investition von 2 Mio. Euro konnten ca. 350 fache Erträge erzielt werden. Vgl. The Economist, 2006: *Special report Business Angels – Giving ideas wings*, S. 81, in der Ausgabe vom 16. September 2006.

⁴ M. Niefert et al., 2006: *Hightech-Gründungen in Deutschland: Trends und Entwicklungsperspektiven*, S. 28f haben berechnet, dass 21% aller Hightech-Gründer im Zeitraum 1995 bis 2005 Kapital von BAs bzw. Privatinvestoren erhielten. Eine wichtigere Rolle spielte lediglich die öffentliche Förderung mit 31%, während nur 5,5% der Hightech-Gründer Kapital von VC-Gesellschaften bekamen.

⁵ Vgl. C. Mason, 2005: *Informal Sources of Venture Finance*.

Unterstützung des Unternehmens, in das investiert wurde. Die Möglichkeiten reichen hierbei von intensivem Monitoring über eine strategische Beratung und Organisationshilfe bis hin zur Übernahme spezieller Managementaufgaben. Die Einbindung in die Unternehmensgründung ist meist ein entscheidendes Motiv einer BA-Investition. So ist die Freude an der unterstützenden unternehmerischen Tätigkeit und daran, das junge Unternehmen wachsen zu sehen, neben der Aussicht auf finanziellen Gewinn eine wichtige Motivation für BAs für ihr Engagement. Zugleich dient die persönliche Einbindung des BAs in die unternehmerische Tätigkeit aus seiner Sicht der Risikoreduktion. Denn sie trägt dazu bei, die in der frühen Unternehmensphase stark ausgeprägten Informationsasymmetrien abzubauen. Risikoreduktion durch ein unternehmerisches Engagement ist auch insofern für den BA wichtig, da das traditionelle Instrument der Diversifikation durch Portfoliobildung aufgrund der i.d.R. geringen Anzahl der getätigten Investments für ihn keine Option ist.

Innerhalb der Gruppe der BAs lassen sich sog. aktive, latente und „Virgin Angels“ unterscheiden. Aktive Angels haben bereits Erfahrungen mit Investitionsprojekten gesammelt und sind gezielt auf der Suche nach rentablen Projekten. Latente Angels dagegen haben in der Vergangenheit vereinzelt investiert und sind aktuell passiv. „Virgin Angels“ sind Personen, die an der BA-Tätigkeit interessiert sind und nach geeigneten Projekten Ausschau halten, jedoch bisher nicht investiert haben. Sie stellen somit das Potential zusätzlicher aktiver Angels dar.

Untersucht man das Profil eines typischen BAs, ergibt sich über die Länder hinweg ein relativ homogenes Bild. Der typische BA ist männlich, zwischen 45 und 65 Jahren, kann meist auf eine erfolgreiche Unternehmer- oder Managementtätigkeit zurückblicken und besitzt oftmals einen hohen Grad an formaler Bildung.

Betrachtet man die Charakteristika deutscher BAs jedoch genauer, so stechen einige Besonderheiten ins Auge.⁶ So fällt zunächst auf, dass deutsche BAs im Durchschnitt deutlich vermöglicher sind als beispielsweise ihre Pendanten aus Großbritannien oder den USA. Dieser Befund gilt sowohl hinsichtlich des Einkommens als auch des Vermögens. Während im Jahr 2000 beinahe zwei Drittel der deutschen BAs jährliche Einkünfte von mehr als 250.000 Euro aufwiesen und ein Viertel eines von über 2,5 Mio. Euro, verfügten nur 16% bzw. 13% der britischen respektive amerikanischen BAs über ein Jahreseinkommen von über 164.000 Euro bzw. 217.000 Euro (Stand Mitte der 90er Jahre). Noch deutlicher wird der Unterschied, wenn man das Privat-

⁶ Zum deutschen BA-Markt existieren lediglich drei empirische Studien mit jeweils geringen Fallzahlen, die Aussagen über Eigenschaften deutscher BAs machen. M. Brettel, et al., 2000: *Business Angels – Der informelle Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland* haben 48 BAs persönlich interviewt, C. Just, 2000: *Business Angels und technologieorientierte Unternehmensgründungen* hat aus der Adressdatenbank des Projektes Business Angel Venture (nahezu alle Privatkunden der Deutschen Bank!) 50 BAs mittels Fragebögen befragt. H. Stedler und H.-H. Peters, 2002: *Business Angels in Deutschland* schließlich haben im Auftrag der tbg 232 Fragebögen von BAs (38 davon inaktive BAs) ausgewertet. Bei der Interpretation der Studienergebnisse sollte neben der geringen Fallzahlen weiterhin berücksichtigt werden, dass diese stark vom Erhebungszeitpunkt abhängen und

vermögen deutscher mit dem ausländischer BAs vergleicht. Im Durchschnitt wies der deutsche BA im Jahr 2000 ein Privatvermögen von knapp 6 Mio. Euro auf (30% verfügten sogar über mehr als 10 Mio. Euro). In den USA oder Großbritannien waren die Vergleichswerte mit 812.000 Euro bzw. 480.000 Euro Mitte der 90er Jahre deutlich niedriger.

Weiterhin auffällig ist, dass deutsche BAs bereit sind nur einen wesentlich kleineren Anteil ihres Vermögens zu investieren. Während in Großbritannien und den USA 21% bzw. 33% mehr als ein Viertel ihres Gesamtvermögens in BA-Engagements investierten, sind dazu in Deutschland nur 15% bereit. Dieser Befund dürfte, ebenso wie die Beobachtung eines deutlich höhere Einkommens- und Vermögensniveaus bei deutschen BAs, die relativ hohe Risikoaversion dieser widerspiegeln. Offenbar ist man in Deutschland erst zur BA-Tätigkeit bereit, wenn man ein relativ großes Vermögen erworben hat und investiert darüber hinaus einen relativ kleineren Anteil seines Privatvermögens in riskante BA-Engagements.

Neben der allgemein höheren Risikoaversion in Deutschland dürfte diese „Zurückhaltung“ deutscher Privatinvestoren ihre Ursache auch in der geringen Kenntnis von der BA-Tätigkeit in der Öffentlichkeit sowie v.a. bei wohlhabenden Privatpersonen haben. Folge ist, dass nur ein vergleichsweise kleiner Teil der vermögenden Privatpersonen eine BA-Tätigkeit überhaupt in Betracht zieht. Hier könnten Öffentlichkeitskampagnen, die über die BA-Tätigkeit informieren und ein positives Bild dieser vermitteln, dafür sorgen, dass mehr wohlhabende Privatpersonen für eine BA-Tätigkeit gewonnen werden können.

Wirtschaftliche Bedeutung des Business Angel Marktes

Aufgrund der informellen Natur des BA-Marktes ist es auf Basis der aktuell verfügbaren Datenlage nicht möglich, genaue Angaben über die Zahl der BAs und das Ausmaß ihrer Investitionstätigkeit zu machen. Die wenigen Schätzungen über quantitative Merkmale des BA-Marktes können daher nur grobe Anhaltspunkte liefern.⁷ Die spärlichen Datenquellen deuten jedoch darauf hin, dass das bereits zur Verfügung gestellte und vor allem das potentielle Finanzierungsvolumen enorm ist.

Einer Evaluierungsstudie des Steinbeis-Transferzentrums zufolge waren 2004 in Deutschland gut 2.600 BAs in Business Angel Netzwerken organisiert.⁸ Im Jahr 2003 gingen diese „organisierten“ BAs 152 Beteiligungen ein und stellten dabei insgesamt 57,8 Mio. Euro an Beteiligungskapital bereit (im Durchschnitt ca. 380.000 Euro je Beteiligung). Die in Netzwerken orga-

sich die Rahmenbedingungen gegenüber dem Erhebungszeitraum der hier zitierten Studien (2000 und 2002) teils beachtlich geändert haben.

⁷ Da es sich beim BA-Markt um den informellen Beteiligungskapitalmarkt handelt, gibt es per Definition kaum allgemein verfügbaren Daten. So unterliegen BAs nicht der Verpflichtung, ihre Investitionsumfänge offen zu legen. Meist bleiben sie gerne in der Anonymität und machen ungern Angaben zu ihrer Investitionstätigkeit.

nisierten BAs machen jedoch meist nur einen Teil aller aktiven BAs aus. So schätzte Fraunhofer ISI, dass es im Jahr 1999 insgesamt zwischen 27.000 und 40.000 BAs gab.⁹ Nimmt man an, dass die „nicht organisierten“ BAs im Durchschnitt in der gleichen Höhe investieren wie die organisierten, so ergäbe sich dieser Schätzung zufolge für das Volumen des deutschen BA-Marktes eine Spannweite von 0,9 bis 1,4 Mrd. Euro. Die Schätzungen von Fraunhofer ISI dürften die tatsächliche Anzahl der BAs in Deutschland jedoch allein deshalb deutlich überschätzen, da sie aus dem Boomjahr 1999 stammen. Einen realistischeren Schätzwert legt die EU zugrunde. Sie nimmt an, dass der BA-Markt etwa halb so groß ist wie der formelle Wagniskapitalsektor. Damit ergibt sich für die Jahre 2003 bis 2005 eine Spannweite für das Investitionsvolumen auf dem deutschen BA-Markt von 330 bis 630 Mio. Euro.¹⁰

Um diese Zahl einstuft zu können, bedarf es internationaler Vergleichswerte. In Europa weist Großbritannien den größten und am stärksten entwickelten Beteiligungskapitalmarkt auf. Auch der britische BA-Markt wird als der größte und dynamischste Europas angesehen. Schätzungen für das Jahr 2000 bezifferten den britischen BA-Markt auf 0,8 bis 1,6 Mrd. Euro. Nimmt man an, dass das Verhältnis von formellem zu informellem Beteiligungskapital seit 2000 unverändert geblieben ist, ergibt sich eine Spannweite für das Volumen des britischen BA-Marktes für das Jahr 2004 von 1,2 bis 2,3 Mrd. Euro. Das Volumen des deutschen BA-Marktes beträgt somit ein Viertel bis ein Drittel des britischen Marktes. Für die USA schätzt Jeffrey Sohl die Zahl der BAs im Jahr 2005 auf rund 230.000. Ihm zufolge investierten die US-amerikanischen BAs in den Jahren 2004 und 2005 jeweils ungefähr 23 Mrd. US-Dollar in knapp 50.000 Projekten.¹¹ Damit wird in den USA durch BAs mehr Wagniskapital mobilisiert als durch VC-Gesellschaften.¹²

Die Finanzierung durch BAs könnte die Finanzierungslücke in der Frühphase schließen

Wie eingangs angedeutet, hat sich im deutschen Beteiligungskapitalmarkt ein Strukturwandel vollzogen, der dafür gesorgt hat, dass sich die Beteiligungsgesellschaften aus der Seed- und Start-up-Finanzierung zurückgezogen haben und heute verstärkt großvolumige Buy-Outs ihr Investitionsziel sind. Besonders stark war der Einbruch in der Seed-Phase. So betrug das durch VC-Gesellschaften getätigte Investitionsvolumen in der Seed-Phase im Jahr 2005 mit 6,6 Mio. Euro weniger als 2% des Rekordwertes des Jahres 2000 (388 Mio. Euro) und entsprach damit

⁸ Vgl. U. Wupperfeld et al., 2004: *Evaluation des Business Angel Netzwerk Deutschland (BAND) aus Sicht der deutschen Business Angel Netzwerke*.

⁹ Vgl. J. Hemer, 1999: *Business Angels und junge Technologieunternehmen*.

¹⁰ Die Spannweite resultiert erstens aus den Unterschieden in der Bruttoinvestitionshöhe auf dem formellen Beteiligungskapitalmarkt in den Jahren 2003 bis 2005 und zweitens aus der Abgrenzung des Wagniskapitalmarktes. Die Untergrenze ergibt sich, wenn man nur Seed- und Start-up-Investitionen als Wagniskapital ansieht, was zweifelsohne stärker den Investitionsschwerpunkt der BAs widerspiegelt. Die Obergrenze ergibt sich, wenn auch Expansionsfinanzierungen als Bestandteil des Wagniskapitalmarktes angesehen werden.

¹¹ Vortrag von Jeffrey Sohl auf der Norface II Conference am 17. Oktober 2006.

¹² Dem US-amerikanischen VC-Verband NVCA zufolge belief sich das Volumen der Wagniskapitalinvestitionen in den USA im Jahr 2005 auf 21,9 Mrd. US-Dollar. Vgl. BVK, 2006, BVK Special: *Venture Capital in den USA 2005*, S. 14.

in etwa dem Wert des Jahres 1992 als der deutsche Beteiligungskapitalmarkt kaum seinen Kinderschuhen entwachsen war. Im Bereich der Start-up Investitionen war der Einbruch zwar weniger dramatisch aber dennoch belief sich das Investitionsvolumen letztes Jahr mit knapp 300 Mio. Euro nur auf ein Viertel des Wertes des Boomjahres 2000 (1,2 Mrd. Euro).

Die Untersuchung der Investitionstätigkeit von BAs zeigt, dass diese gerade in der Frühphase investieren. Insbesondere deutsche BAs sind in starkem Maße in den sehr frühen Unternehmensphasen aktiv, wie die Untersuchung von Brettel zeigt. Sein Vergleich bezog sich zwar auf die späten 90er Jahre, doch konnte er zeigen, dass deutsche BAs in deutlich stärkerem Maße in den sehr frühen Phasen der Unternehmensentwicklung engagiert waren als britische, US-amerikanische oder schwedische BAs.¹³ Auch die durchschnittliche Höhe einer BA-Investition von 216.000 Euro pro Engagement zeigt, dass die BAs genau dort aktiv sind, wo die Finanzierungslücke vermutet wird.¹⁴

Die praktische Unterstützung, die BAs ihren Unternehmen zukommen lassen, ist in ihrer wirtschaftlichen Bedeutung nicht zu unterschätzen. Viele finanzierungssuchende Unternehmen in der Frühphase haben eine besondere Nachfrage nach sogenanntem „smart-money“. Die Erfahrung und das „Know-how“, das BAs mit ins Unternehmen einbringen können, werden besonders geschätzt. Gerade deshalb konnte beobachtet werden, dass BA-Kapital anderen Finanzierungsquellen vorgezogen werden. Oftmals bewerten die Gründer die Hilfestellung durch das Engagement des BAs im Unternehmen höher als das Kapital, das sie dem Unternehmen zur Verfügung stellten.¹⁵

Die Auswirkungen auf die geographische Entwicklung

Ein weiteres nicht zu unterschätzendes Charakteristikum von BAs ist, dass sie „überall leben“ (Mason 2005). BAs sind sowohl in prosperierenden Wirtschaftsräumen als auch in schwach entwickelten Regionen ansässig. Verschiedene Studien weisen zudem darauf hin, dass die Mehrheit der BAs Investitionen in der „Heimatregion“ tätigt.¹⁶ Damit tragen sie erheblich zur Reinvestition einmal in der Region erwirtschafteten Kapitals dar. Außerhalb der größeren Fi-

¹³ Während BAs in Deutschland zu 69% in der Vorgründungs- und Gründungsphase aktiv waren, betrug dieser Anteil in Großbritannien bzw. den USA nur 30% respektive 56%. Dafür engagierten sich britische und US-amerikanische BAs zu 19% bzw. 20% auch an etablierten Unternehmen. Deutsche BAs dagegen gaben M. Brettel, 2004: *Der informelle Beteiligungskapitalmarkt*, S. 77 zufolge an, keine Investitionen in etablierte Unternehmen zu tätigen. Es ist jedoch einschränkend anzumerken, dass der Unterschied gegenüber den angelsächsischen Ländern durch den Befragungszeitraum verzerrt sein dürfte, da die Befragung von Brettel auf dem Höhepunkt des New Economy Booms im Jahr 2000 stattfand, während sich die Zahlen für die USA und Großbritannien auf Mitte der 90er Jahre beziehen.

¹⁴ Vgl. M. Brettel, 2004, S. 65. Es sollte jedoch berücksichtigt werden, dass die durchschnittliche Investitionshöhe von Untersuchung zu Untersuchung variiert. So ermittelt die Steinbeis Evaluierungsstudie eine durchschnittliche Investitionshöhe von rund 380.000 Euro. Vgl. U. Wupperfeld et al., 2004, S. 3.

¹⁵ Vgl. C. Mason, 2005, S. 13.

¹⁶ N. Månsson, 2006: *Business Angels investing at early stages – are they different?* konnte zeigen, dass dies besonders für die in der Frühphase aktiven BAs gilt.

nanzzentren sind BAs somit häufig die einzige Quelle für Risikokapital. Auch bei der Entstehung von Technologieclustern nimmt informelles Beteiligungskapital als oftmals einzige Quelle von Risikokapital eine relevante Funktion ein. So sind z. B. die ersten Firmengründungen im Ottawa Technologiecluster in den 60er und 70er Jahren von BAs finanziert worden, die über Anfangsfinanzierung, praktische Hilfestellungen und der Vorbereitung zur Anschlussfinanzierung durch VC-Gesellschaften zum weiteren Wachstum des Clusters beitragen. Auch im Silicon Valley spielten BAs eine zentrale Rolle bei der Clusterbildung.¹⁷

Entwicklungsperspektiven

Der deutsche BA-Markt ist wie oben aufgezeigt, verglichen mit den USA oder Großbritannien, noch wenig entwickelt. Im Hinblick auf eine Erhöhung des Angebotes an Seed-Phasen Beteiligungskapital ist eine Mobilisierung zusätzlicher BA-Investitionen wünschenswert. Erfolgsversprechende Ansatzpunkte für eine solche Mobilisierung sind erstens die Aktivierung von latenten und Virgin Angels sowie von wohlhabenden Personen, die bisher keine BA-Interessen hatten. In Deutschland sind bisher vornehmlich sehr vermögende BAs aktiv, während die Einkommensgruppe der „wohl situierten“, die in anderen Ländern den Großteil der BAs stellt, hierzulande noch kaum erschlossen ist. Zweitens ist zu vermuten, dass auch das Investitionsvolumen der aktiven Angels durch eine Verbesserung der Rahmenbedingung erhöht werden kann, da deutsche BAs bisher nur einen vergleichsweise geringen Teil ihres Vermögens in BA-Engagements investieren. Im Folgenden sollen verschiedene Mobilisierungsmöglichkeiten aufgezeigt werden.

Business Angel Netzwerke und Syndizierungen

Der BA-Markt ist von hohen Suchkosten gekennzeichnet, die das Zusammenfinden von Kapitalgebern und –nehmern erschwert. Dies gilt einerseits aus Sicht der BAs, da es sich bei der Zielgruppe der nicht börsennotierten Unternehmen bzw. Gründungen um ein sehr breites und heterogenes Feld handelt, über welches kaum öffentlich verfügbare Informationen vorliegen. Auf der anderen Seite ist es allerdings auch für die Kapital suchenden Unternehmer bzw. Gründer schwer, sich einen genauen Überblick über das Kapitalangebot von BAs und insbesondere die Konditionen sowie Bedingungen von BA-Finanzierungen zu machen, weil der Markt fragmentiert und der BA „unsichtbar“ ist. In den USA und in Kanada entstanden deshalb in den 80er Jahren sog. Business Angel Netzwerke und Clubs. In Europa entstanden die ersten BA-Netzwerke im Verlauf der 90er Jahre. Weiterhin ist zu beobachten, dass vermehrt Dachorganisationen als „Netz der Netze“ gegründet werden. So wurde in Deutschland 1998 das Business Angels Netzwerk Deutschland (BAND) gegründet, welches wiederum Mitglied des European Business Angels Networks (EBAN) ist.

¹⁷ Zur Bedeutung von BAs bei der Entstehung von Technologieclustern vgl. C. Mason, 2005, S. 14f.

Bei den BA-Netzwerken handelt es sich um Zusammenschlüsse von BAs aus einer Region. Sie haben das Ziel, die nicht unerheblichen und teils prohibitiven Suchkosten durch Informationsaustausch zwischen den BAs und Schaffung einer zentralen Anlaufstelle für potentielle Kapitalnehmer zu reduzieren. Der erste Kontakt zwischen BA und Gründer wird dabei meist über sog. „Matching-Veranstaltungen“ oder Internet-Portale hergestellt. Abgesehen davon, dass es die BA-Netzwerke den Finanzierungssuchenden ermöglichen, gleich mehrere BAs zu kontaktieren und so dazu beitragen, dass sich geeignete Partner schneller finden,¹⁸ können sie einen erheblichen Beitrag zur Mobilisierung latenter und Virgin Angels sowie bisher nicht an einer BA-Tätigkeit interessierter Personen leisten. Dies geschieht einerseits dadurch, dass allein die Existenz eines BA-Netzwerkes in einer Region das Bewusstsein für diese Art der Investitionstätigkeit schärft und somit u.U. neue BAs gewonnen werden können. Von höherer Bedeutung dürfte allerdings sein, dass BA-Netzwerke oftmals die Basis für eine gemeinsame Investitionstätigkeit mehrerer BAs sind. Finden solche Syndizierungen zwischen aktiven Angels auf der einen Seite und latenten bzw. Virgin Angels auf der anderen Seite statt, so tragen sie dazu bei, dass bisher nicht erschlossenes BA-Potential mobilisiert wird. Da der Kapitaleinsatz des einzelnen Investors bei einer Syndizierung wesentlich geringer als bei einer alleinigen Investition sein kann, können latente und Virgin Angels eher an die BA-Investitionstätigkeit bzw. an ihr erstes Projekt herangeführt werden. Auch haben Syndizierungen bessere Möglichkeiten eine Anschlussfinanzierung zu sichern, da VC-Gesellschaften offenbar lieber mit Syndikaten zusammenarbeiten (Mason 2005). Grund dafür dürfte sein, dass Syndikate gezwungen sind, die Finanzierungsbeziehung zwischen dem BA-Syndikat und dem finanzierten Unternehmen stärker zu formalisieren und somit das Unternehmen in stärkerem Maße auf eine VC-Finanzierung vorbereiten.

Dass der verstärkte Einsatz von Syndizierungen das Potential hat, latente und Virgin Angels zu mobilisieren, zeigt der im internationalen Vergleich aktuell noch relativ geringe Syndizierungsgrad in Deutschland. So zeigt Brettel, dass sich in Deutschland nur 58% der aktiven BAs zu Syndikaten zusammengeschlossen haben, während in den USA und Schweden 92% bzw. 81% aller BA-Investments in Form von Syndizierungen erfolgen.¹⁹

Eine stärkere Verbreitung von Syndizierungen bei BAs und die Entstehung von BA-Fonds im Zuge dessen bringt jedoch auch die Gefahr mit sich, dass die Finanzierungsmuster von BAs jenen von VC-Gesellschaften immer ähnlicher werden. Dies ist einerseits positiv, da es dazu beiträgt, dass die Zusammenarbeit zwischen BAs und VC-Gesellschaften einfacher wird. Andererseits ist zu befürchten, dass die Annäherung der Finanzierungsmuster dazu führt, dass größere Syndikate und v.a. BA-Fonds ebenso wie VC-Fonds erst ab größeren Investitionsvolumina aktiv werden und in stärkerem Maße formale Investitionskriterien bei ihrer Dealauswahl zugrun-

¹⁸ Weiterhin haben BA-Netzwerke aus Sicht der Kapital suchenden Unternehmer den Vorteil, dass sich die in Netzwerken organisierten BAs meist einem Verhaltenskodex verpflichtet haben und damit der Gründer vor „schwarzen Schafen“ geschützt wird.

de legen. Mittelfristig hätte dies zur Folge, dass BAs eben nicht im erhofften Maße zur Schließung der Finanzierungslücke im kleinteiligen Frühphasenbereich beitragen können. Somit bestünde in diesem Zusammenhang die Gefahr der Entstehung einer „zweiten“ Finanzierungslücke.²⁰ Weiterhin werden die Netzwerke nicht von allen BAs positiv gesehen, sondern es gibt durchaus Kritik an ihrer Arbeit. Dies beruht zum einen auf dem Wunsch nach Anonymität und Privatsphäre als auch auf der Erfahrung, dass BA-Netzwerke nach eigener Aussage der BAs nicht in der Lage waren, sie zu qualitativ hochwertigen und passenden Investitionsprojekten zu führen. In mehreren Studien für verschiedene Länder findet sich Bestätigung dafür, dass BAs über persönliche Informationsquellen eher zu hochprofitablen Investitionsprojekten fanden als über Netzwerke. Auch in Deutschland ist die Hauptinformationsquelle für Beteiligungsmöglichkeiten informeller Natur. Geschäftsfreunde wurden mit großem Abstand (63%) als Informationsquelle für eingegangene Beteiligungen genannt, während Investment-Clubs und Matching-Services nur eine untergeordnete Rolle spielten (4%). Auch die Erfolgsquote ist bei Empfehlungen von Geschäftsfreunden mit 69% am höchsten.²¹

Nichtsdestotrotz ist es sehr positiv zu sehen, dass die Anzahl der BA-Netzwerke in Deutschland seit Ende der 90er Jahre deutlich gewachsen ist. Gab es hierzulande 1999 ganze 3 Netzwerke, so waren es 2001 bereits 36. Bis 2002 hat sich die Zahl dann noch einmal auf 40 erhöht. Damit wies Deutschland zum Untersuchungszeitpunkt 2002 in Europa nach Großbritannien die höchste Anzahl an Netzwerken auf. Heute sind die BA-Netzwerke laut BAND deutschlandweit flächendeckend vorhanden. Allerdings sagt allein die Zahl der Netzwerke noch wenig über den Entwicklungsstand des BA-Marktes aus, da sich auf dem amerikanischen Markt, der als der höchstentwickelte gilt, BA nicht in festen Netzwerken, sondern vielmehr in losen Clubs organisieren. Auch unterscheiden sich die verschiedenen BA-Netzwerke hinsichtlich der Ausrichtung ihrer Aktivitäten als auch ihrer Professionalität bisweilen deutlich. In Deutschland reicht die Palette dabei von sehr professionell auftretenden Netzwerken mit einem breiten Aktivitätsfeld (Businessplan-Wettbewerb, Kontaktabbauung zwischen BAs und Gründern, Kontakt zu möglichen Ko- und Anschlussfinanciers, Ausbildungs- und Sensibilisierungsaktivitäten und starke Öffentlichkeitsarbeit) über gut organisierte Matching-Plattformen mit einigen wenigen Zusatzaktivitäten (z.B. Öffentlichkeitsarbeit) bis hin zu Netzwerken, die nur über lose Kapitalzusammenführungsmechanismen verfügen und deren Mitglieder kaum investieren.

Neben Syndizierungen zwischen BAs im Rahmen von BA-Netzwerken bietet sich sowohl einzelnen BAs als auch BA-Syndikaten die Möglichkeit, mit VC-Gesellschaften oder öffentlichen Kapitalgebern zusammen zu investieren. In Folge des Rückzugs vieler VC-Gesellschaften aus dem kleinteiligen Frühphasengeschäft in den letzten Jahren bietet sich für BAs insbesondere

¹⁹ Vgl. M. Brettel, 2004, S. 74.

²⁰ Vgl. The Economist, 2006, S. 83.

²¹ Für internationale Studien siehe C. Mason, 2005, S. 21. Für Deutschland siehe Brettel et al., 2000, S. 11.

die Zusammenarbeit mit öffentlichen Kapitalgebern an. In manchen Bundesländern besteht für BAs beispielsweise die Möglichkeit, mit den Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (MBGen) und den Landesförderinstituten (LFIs) Ko-Investments zu tätigen. Viele MBGen und LFIs sind jedoch nicht in der Seed und Start-up Phase aktiv, sondern investieren lediglich in etablierte Unternehmen. Bundesweit aktiv sind dagegen der ERP-Startfonds der KfW sowie der gemeinsam von Bund, KfW und Industriepartnern aufgelegte High-Tech-Gründerfonds (HTGF). Beide ermöglichen es BAs, ihr knappes Investitionskapital mit öffentlichen Mitteln zu hebeln. Der in der Start-up Phase aktive ERP-Startfonds investiert in gleicher Höhe und zu gleichen Konditionen wie ein als Leadinvestor auftretender BA bzw. das BA-Syndikat. Beim HTGF dagegen müssen BAs nicht als Leadinvestoren, sondern lediglich als sog. Side Investoren auftreten.²²

Steuerliche Rahmenbedingungen

Vor dem Hintergrund einer expliziten steuerlichen Förderung von BA-Investments in Großbritannien wird im Hinblick auf Ansatzpunkte für eine stärkere Mobilisierung von BA-Investitionen in Deutschland oftmals auch auf die steuerlichen Rahmenbedingungen hierzulande verwiesen. In diesem Zusammenhang wird beklagt, dass die begrenzten intra- und intertemporalen Verlustverrechnungsmöglichkeiten des deutschen Einkommenssteuersystems Investitionen in junge Unternehmen für Privatpersonen wenig attraktiv machen. Weiterhin laufen sehr aktive BAs, die eine Vielzahl von Investitionen tätigen, Gefahr, dass ihre Investitionstätigkeit als gewerblich eingestuft wird. Dies gilt insbesondere dann, wenn sie in großem Maße unterstützend unternehmerisch tätig sind. Gerade die stark aktiven und damit tendenziell erfahreneren BAs sind es jedoch, die der Seed Phase wichtige Impulse vermitteln können. Mit Blick auf das in Großbritannien Ende der 90er Jahre eingeführte Enterprise Investment Scheme (EIS)²³ ist wiederholt die Einführung von Regelungen zur Sofortabschreibung von BA-Investments gefordert worden. Zweifelsohne würde dies den vergleichsweise restriktiven Verlustverrechnungsmöglichkeiten des deutschen Einkommenssteuersystems entgegenwirken und so Anreize für ein BA-Engagement setzen. Es sollte jedoch beachtet werden, dass dadurch ein Sondertatbestand geschaffen würde, welcher dem Ziel der Vereinfachung des deutschen Steuersystems zuwiderliefe. Weiterhin ist zu berücksichtigen, dass nicht jede wohlhabende Person ein geeigneter Business Angel ist und eine breite, primär durch steuerliche Anreize motivierte, BA-Tätigkeit gesamtwirtschaftlich durchaus kontraproduktiv wirken könnte. Die Vorteilhaftigkeit einer pauschalen steuerlichen Förderung von BA-Investitionen ist deshalb nicht eindeutig gegeben.

²² D.h. beispielsweise, dass der HTGF bis zu 500.000 Euro als Hauptinvestor investiert, während der BA ein Side Investment von rund 50.000 Euro aufwärts tätigt.

²³ Das EIS ermöglicht erstens eine Einkommenssteuerreduktion in Höhe von 20% der Investitionssumme in kleine Unternehmen, wenn die Investitionssumme 200.000 £ (400.000 £ seit April 2006) nicht übersteigt. Dies reduziert die realen Beteiligungskosten im Extremfall um bis zu 40.000 £ (80.000 £). Zweitens kann die Kapi-

Fazit

Business Angels (BAs) spielen für die Finanzierung junger Unternehmen – insbesondere sog. Hightech-Gründungen – eine sehr wichtige Rolle. In Deutschland gilt dieser Befund seit dem Ende des New Economy Booms umso mehr, da sich viele VC-Gesellschaften seitdem verstärkt aus dem Segment der Frühphasenfinanzierung zurückgezogen haben. Somit leisten BA-Investitionen einen entscheidenden Beitrag für die Innovationsfähigkeit Deutschlands. Es ist deshalb wenig erfreulich, dass der deutsche BA-Markt im internationalen Vergleich erst vergleichsweise wenig entwickelt ist. In diesem Zusammenhang fällt auf, dass nicht nur das – grob geschätzte – BA-Investitionsvolumen in Deutschland geringer ist als in Großbritannien oder den USA, sondern auch, dass sich BAs in Deutschland von ihren Pendants im Ausland hinsichtlich ihres Investitionsverhaltens unterscheiden. So ist der typische deutsche BA sehr viel vermöglicher als amerikanische oder britische BAs. Aber auch wesentlich zurückhaltender: BAs in Deutschland sind bereit, nur einen vergleichsweise kleinen Teil ihres Privatvermögens in BA-Investments zu tätigen.

Dies spiegelt einerseits die vergleichsweise höhere Risikoaversion deutscher BAs wider. Andererseits deutet es jedoch auch auf ein großes Potential für eine zusätzliche BA-Investitionstätigkeit in Deutschland hin. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ist es sehr wichtig, dieses brachliegende Potential in stärkerem Maße zu mobilisieren. Geeignete Maßnahmen zur Hebelung zusätzlicher BA-Investitionen können in der Zusammenarbeit von BAs in gut funktionierenden Netzwerken und v.a. in Syndizierungen zwischen BAs und öffentlichen Kapitalgebern sowie VC-Gesellschaften bestehen. Darüber hinaus dürften auch Öffentlichkeitskampagnen, die ein positives Bild der BA-Tätigkeit vermitteln und wohlhabende Privatpersonen für diese Art der Vermögensanlage sensibilisieren, dazu beitragen, zusätzliche BA-Investitionen zu mobilisieren. Auch eine steuerliche Förderung wie beispielsweise in Großbritannien wird diskutiert. Hier sind allerdings die ordnungs- und steuerpolitischen sowie die allokativen Nachteile zu berücksichtigen, die primär durch (pauschale) steuerliche Anreize motivierte BA-Investments nach sich ziehen könnten.

Ansprechpartner: Kathrin Müller und Nick Ehrhart (069) 7431-4041