

Finanzierung von Unternehmensgründungen durch Privatinvestoren

Auswertungen und Analysen auf Basis des
IAB/ZEW-Gründungspanels 2019

Mannheim, im März 2020

Marius Berger, Jürgen Egelin und Sandra Gottschalk

Gefördert durch:



Bundesministerium
für Wirtschaft
und Energie

aufgrund eines Beschlusses
des Deutschen Bundestages

Hinweis: Es wird in diesem Dokument das männliche grammatikalische Geschlecht von Privatinvestor verwendet, um das Lesen zu vereinfachen. Gemeint sind aber stets sowohl Privatinvestorinnen als auch Privatinvestoren.

Das Wichtigste in Kürze	2
1 Einleitung	14
2 Privatinvestorenfinanzierung bei jungen Unternehmen.....	16
2.1 Identifizierungen verschiedener Typen von Privatinvestoren	16
2.2 Anteil Unternehmen mit Privatinvestoren	20
2.3 Formen der Privatinvestorenfinanzierung	26
2.4 Verbreitung von Venture Capital Beteiligungen im Vergleich	31
2.5 Inanspruchnahme von INVEST	32
2.6 Profile der Privatinvestoren.....	38
3 Finanzierungsbeitrag von Privatinvestoren und Business Angels	46
3.1 Finanzierung durch Venture Capital Gesellschaften im Vergleich	49
4 Kontakt zwischen Privatinvestoren und Gründern	52
4.1 Kontaktwege zu Privatinvestoren.....	53
4.2 Kontakt zu potenziellen Privatinvestoren	56
5 Unterstützungsleistungen durch Business Angel	62
6 Aktuelle Anzahl Privatinvestoren und Business Angel	64
7 Literatur	71
8 Anhang.....	72
8.1 Branchenabgrenzung des IAB/ZEW Gründungspanels.....	72
8.2 Transaktionsdatenbanken des ZEW	75
8.2.1 Zephyr-Datenbank	75
8.2.2 Majunke-Transaktionsdatenbank.....	76
8.3 Befragung 2019.....	76

Das Wichtigste in Kürze

Diese Studie untersucht das Ausmaß, d.h. die quantitative Bedeutung, von Privatinvestorenaktivitäten bei jungen Unternehmen. Repräsentativ für die bis mindestens Ende 2018 noch am Markt aktiven Gründungen der Jahrgänge 2015 bis 2018 wird das Engagement von Privatinvestoren, ob nur finanziell oder auch verbunden mit nicht-finanziellen Unterstützungsaktivitäten, in diesen jungen Unternehmen untersucht.

Ansatz

- Die Ergebnisse basieren auf Informationen aus der Befragung von jungen Unternehmen im Rahmen des IAB/ZEW-Gründungspanels im Jahr 2019, sie spiegeln somit die Selbstauskünfte dieser Unternehmen wider. Befragt wurden 4.189 Unternehmen der Gründungskohorten 2015-2018. Diese Stichprobe repräsentiert die Grundgesamtheit der Unternehmen, die in diesem Zeitraum gegründet wurden, das sind 513 Tsd. Unternehmen. Unter den Befragten sind 1.626 Hightech-Unternehmen, also Unternehmen aus den forschungs- und wissensintensiven Wirtschaftszweigen des verarbeitenden Gewerbes und des Dienstleistungssektors und damit fast 40 Prozent der Stichprobe. Die Hightech-Sektoren sind - dem Stichprobenkonzept des IAB/ZEW Gründungspanels gemäß - überrepräsentiert, denn sie machen nur 8 Prozent der Grundgesamtheit aus (N = 40 Tsd.).
- In diesem Bericht werden auch Vergleiche mit einer gleichgelagerten, früheren Studie des ZEW angestellt, in der die Gründungskohorten 2009-2012 untersucht wurden. Damals wurden 4.395 Unternehmen befragt, 1.780 aus den Hightech-Sektoren. Die Gründungspopulation beträgt 567 Tsd. Unternehmen, darunter sind 46 Tsd. Hightech-Gründungen.
- In dieser Arbeit werden zwei Kategorien von Privatinvestoren unterschieden, passive Privatinvestoren und Business Angels (also aktive Privatinvestoren). Passive Privatinvestoren sind Privatpersonen, die sich ausschließlich finanziell an Unternehmen beteiligen. Business Angels dagegen unterstützen aktiv die Unternehmen, in die sie investieren,

über den finanziellen Beitrag hinaus (z.B. durch Beratung, Mitarbeit im Unternehmen oder durch Kontakthanbahnung).

- Ferner wird zwischen professionellen Privatinvestoren und Investoren aus dem privaten Umfeld der Gründerinnen und Gründer („Family & Friends“) unterschieden. So kann abgeschätzt werden, wie groß die Gruppe der professionellen Privatinvestoren aktuell ist und wie sich das Investitionsverhalten dieser beiden Investorentypen unterscheidet.
- Bei 18 Prozent der von Privatinvestoren mitfinanzierten jungen Unternehmen der Gründungskohorten 2015-2018 wurden diese Beteiligungen mittlerweile wieder veräußert, im Hightech-Bereich sind es mit 10 Prozent weniger als in den nicht forschungsintensiven Wirtschaftssektoren. In der Regel wurden die Unternehmensanteile an die Gründer verkauft.

Ergebnisse

Finanzengagement

- Sowohl Anzahl als auch Anteil der jungen Unternehmen, die durch Privatinvestoren finanziert werden, ist seit 2012 im Hightech-Sektor deutlich gestiegen: Von den jungen Unternehmen der Gründungsjahrgänge 2009-2012 der Hightech-Branchen haben gut 7 Prozent (3.340 Unternehmen) eine Finanzierung durch Privatinvestoren erhalten, für die Gründungsjahrgänge 2015-2018 hat sich dieser Anteil mit 13 Prozent (5.120 Unternehmen) beinahe verdoppelt. In den Nicht-Hightech Branchen stagnieren die Zahlen der durch Privatinvestoren finanzierten Unternehmen hingegen bei 7 Prozent (36.170 Unternehmen bei den Gründungsjahrgängen 2009-2012, 33.290 Unternehmen bei den Gründungsjahrgängen 2015-2018). Insgesamt ist der Anteil der durch Privatinvestoren finanzierten Unternehmen leicht von 7,0 Prozent (39.510 Unternehmen) bei den Gründungsjahrgängen 2009-2012 auf 7,5 Prozent (38.410 Unternehmen) bei den Gründungsjahrgängen 2015-2018 gestiegen.
- Die meisten Unternehmen mit einer Privatinvestorenfinanzierung erhalten neben der finanziellen auch weitere Unterstützungsleistungen durch ihre Business Angels (27.890 Unternehmen, 73 Prozent, 3.920

Hightech-Unternehmen, 77 Prozent, 23.970 Nicht-Hightech-Unternehmen, 72 Prozent). Ein großer Teil der Unternehmen (24.338 Unternehmen, 63 Prozent) gibt ferner an, dass die beteiligten Privatinvestoren aus dem Freundes- und Familienkreis stammen. Dieser Anteil ist mit 32 Prozent in den Hightech-Branchen (1.650 Unternehmen) viel geringer als in den Nicht-Hightech-Branchen mit 68 Prozent (22.690 Unternehmen).

- Junge Unternehmen mit einer Privatinvestorenfinanzierung finanzierten sich 2018 zu einem geringeren Volumenanteil über Bankdarlehen oder öffentliche Förderung als andere Unternehmen ohne Privatinvestorenfinanzierung derselben Gründungskohorten 2015-2018. Der Anteil von eigenen Finanzmitteln und Mitteln von der Familie und Freunden differiert aber nicht zwischen den beiden Gruppen. Beteiligungskapital machte insgesamt gut ein Fünftel des Finanzierungsvolumens der betroffenen Unternehmen im Jahr 2018 aus und stellt somit eine wichtige Alternative zur Bankenfinanzierung dar.
- Privatinvestoren, zu denen ein Verwandtschafts- oder Freundschaftsverhältnis besteht, finanzieren überwiegend über Darlehen, wohingegen andere Business Angels und andere passive Privatinvestoren direkte Beteiligungen vorziehen. Dabei favorisieren Business Angel offene und passive Privatinvestoren stille Beteiligungen.
- Fast zwei Drittel aller Unternehmen, die durch Privatinvestoren finanziert wurden, gaben an, dass ihr Investor allein investiert hat. Lediglich ein Zehntel gab an, dass das Investment über eine Beteiligungsgesellschaft getätigt wurde. Die Untergruppe der passiven Privatinvestoren investiert am häufigsten im Syndikat, Freunde und Verwandte eher alleine.
- Die Verteilung der Finanzierungsvolumina von Privatinvestoren ist sehr „rechtsschief“, d.h. sie umfassen viele kleine, wenige große und sehr wenige sehr große Investitionen. Im Durchschnitt investieren ein oder ggf. auch mehrere Privatinvestoren (Business Angels, passive Privatinvestoren) 290 Tsd. Euro (358 Tsd. Euro, 120 Tsd. Euro) in ein Unternehmen, dabei 722 Tsd. Euro (781 Tsd. Euro, 531 Tsd. Euro) pro Unternehmen aus den Hightech-Branchen und 220 Tsd. Euro (284 Tsd. Euro,

66 Tsd. Euro) pro Unternehmen der Nicht-Hightech-Branchen. In der Spitze werden im Hightech-Bereich Volumina von 2,5 Mio. Euro und mehr investiert. Es überrascht ferner nicht, dass die finanziellen Mittel von professionellen Privatinvestoren (durchschnittlich 608 Tsd. Euro, dabei 900 Tsd. Euro im Hightech-Bereich und 492 Tsd. Euro im Nicht-Hightech-Bereich) deutlich höher sind als die von Freunden und Verwandten (durchschnittlich 133 Tsd. Euro, dabei 354 Tsd. Euro im Hightech-Bereich und 117 Tsd. Euro im Nicht-Hightech-Bereich).

- Die Finanzierungsvolumina pro Unternehmen, die bis zu 4 Jahre alt sind, haben sich im Hightech- sowie im Nicht-Hightech-Sektor gegenüber dem Vergleichszeitraum 2009-2012 deutlich erhöht. Die durchschnittlichen Finanzierungsvolumen pro Unternehmen durch einen oder ggf. auch mehrere Privatinvestoren lagen 2012 im Hightech-Bereich bei 102 Tsd. Euro und im Nicht-Hightech-Bereich bei 81 Tsd. Euro. Wurde ferner bis Ende 2012 ein Unternehmen im Durchschnitt durch einen oder ggf. auch mehrere Privatinvestoren (Business Angel, passiver Privatinvestoren) mit 83 (101, 45) Tsd. Euro finanziert, sind es nunmehr im Durchschnitt 290 (358, 120) Tsd. Euro.
- Die Gesamtsumme des durch Privatinvestoren (Business Angels, passive Privatinvestoren) jährlich zur Verfügung gestellten Kapitals lag im Durchschnitt der Jahre 2015-2018 bei 2.779 (2.465, 314) Mio. Euro. Das bedeutet einen erheblichen Anstieg gegenüber dem Vergleichszeitraum 2009-2012, damals waren es 803 (663, 140) Mio. Euro pro Jahr.

Anzahl und Finanzierungsvolumen zurzeit tätiger Privatinvestoren

- Unter einer Reihe von Annahmen, kann davon ausgegangen werden, dass in den Gründungsjahrgängen 2015 und 2018 zwischen 6.400 und 12.900 professionelle Business Angels engagiert waren (oder noch sind). Sie investieren im Durchschnitt in 3 bis 6 Unternehmen dieser Gründungskohorten. Die geschätzte Zahl von professionellen passiven Privatinvestoren liegt zwischen 700 und 1.200 Personen (mit im Durchschnitt 4 bis 7 Unternehmensbeteiligungen in diesen Gründungskohorten), so dass die Anzahl von professionellen Privatinvestoren insgesamt (d.h. ohne Family & Friends) auf 7.100 bis 14.100 geschätzt wird (mit im

Durchschnitt 3 bis 7 Unternehmensbeteiligungen in diesen Gründungskohorten). Da sowohl die Annahmen für den unteren als auch den oberen Rand der genannten Bandbreiten sehr restriktiv sind, liegt die Anzahl der Privatinvestoren mit hoher Wahrscheinlichkeit eher im mittleren Bereich der geschätzten Intervalle.

- Auch die Anzahl der als Privatinvestoren auftretenden Freunde und Verwandten der Gründerinnen und Gründer lässt sich abschätzen: Wir kommen in dieser Gruppe auf etwa 24.900 Business Angels und etwa 9.900 passive Privatinvestoren, also insgesamt 34.800 Privatinvestoren, die zum Familien- und Freundeskreis der Gründerinnen und Gründer zählen.
- Ausgehend von den geschätzten Bandbreiten der Anzahl der in den letzten vier Jahren in Gründungen tätigen Privatinvestoren wurden auch die durchschnittlichen Finanzierungsvolumina pro Investor berechnet. Ein professioneller Business Angel finanzierte im Durchschnitt des Zeitraums 2015-2018 zwischen 2,9 Mio. Euro (unterer Rand des Schätzintervalls) und 1,5 Mio. Euro (oberer Rand des Schätzintervalls) pro Investor in (ggf. mehrere) junge Unternehmen der entsprechenden Gründungskohorten, im Durchschnitt der passiven Privatinvestoren (ohne F&F) waren es pro Investor zwischen 1,1 Mio. Euro und knapp 700 Tsd. Euro. In Summe investierte also ein professioneller Privatinvestor (also keine Freunde und Verwandte) in den Jahren 2015-2018 zwischen 4 Mio. Euro und 2,2 Mio. Euro durchschnittlich in ein oder ggf. auch mehrere Unternehmen.
- Bezieht man diese Durchschnittswerte auf die finanzierten Unternehmen, können die durchschnittlichen Volumina pro Investor und Unternehmen berechnet werden: Ein Business Angel (passive Privatinvestoren) ohne F&F gab im Durchschnitt zwischen 480 Tsd. Euro (170 Tsd. Euro) und 470 Tsd. Euro (160 Tsd. Euro) pro Unternehmen aus. Insgesamt investierte also im Durchschnitt ein professioneller Privatinvestor zwischen 650 Tsd. Euro und 630 Tsd. Euro in ein Unternehmen. Das durchschnittliche Finanzierungsvolumen eines Business Angels in der Family-&-Friends-Gruppe beträgt 26 Tsd. Euro pro Unterneh-

men und das von passiven Privatinvestoren rund 16 Tsd. Euro pro Unternehmen (in Summe 42 Tsd. Euro von Family&Friends-Privatinvestoren).

Zum Vergleich: Finanzengagement durch Venture Capital Gesellschaften

- Der Anteil der jungen Unternehmen, die eine Finanzierung durch Venture Capital Gesellschaften erhalten, liegt mit 0,9 Prozent deutlich niedriger verglichen mit der Gruppe, die Mittel von Privatinvestoren erhalten (7,5 Prozent). Dies gilt für alle Branchen, insbesondere jedoch für die Nicht-Hightech-Bereiche. Im zeitlichen Verlauf zeigt sich, dass der Anteil der höchstens 4 Jahre alten Unternehmen, die durch Venture Capital Gesellschaften finanziert werden, genau wie die der durch Privatinvestoren finanzierten Unternehmen gestiegen ist. Im Zeitraum 2009–2012 lag der Anteil der VC-finanzierten jungen Unternehmen insgesamt mit 0,4 Prozent noch um 0,5 Prozentpunkte niedriger als für die Gründungsjahre 2015–2018. Im Hightech-Bereich ist eine Zunahme von 1,9 auf 3,9 Prozent und im Nicht-Hightech-Bereich von 0,2 Prozent auf 0,6 Prozent zu verzeichnen.
- VC-Gesellschaften finanzieren deutlich höhere Volumina als Privatinvestoren. Der Durchschnitt der VC-Investitionen pro Unternehmen bei den Gründungsjahrgängen 2015-2018 beträgt 592 Tsd. Euro (gegenüber 290 Tsd. Euro bei Privatinvestoren-Investitionen). Dieser Niveauunterschied ist jedoch gegenüber dem Vergleichszeitraum 2009-2012 geschrumpft, da die Investitionssummen durch VC-Gesellschaften sogar zurückgegangen sind (1.143 Tsd. Euro durchschnittliche VC-Investitionen pro Unternehmen, 83 Tsd. Euro durchschnittliche Privatinvestoren-Investitionen pro Unternehmen).
- Die größere Unternehmensanzahl der durch Privatinvestoren finanzierten Unternehmen (38.000 Unternehmen gegenüber 4.400 durch VC-Gesellschaften finanzierte) führt dazu, dass trotz der im Mittel kleineren Investitionen durch die Privatinvestoren im Vergleich zu den Venture-Capital-Investitionen das gesamte Finanzierungsvolumen, das im Durchschnitt der Jahre 2015-2018 von Privatinvestoren in junge Unternehmen investiert wurde, mit rund 2.779 Mio. Euro deutlich größer war als das von Venture-Capital-Gebnern investierte (613 Mio. Euro). Aufgrund

der im Durchschnitt gestiegenen Investitionssummen pro Unternehmen haben auch die jährlichen Gesamtsummen der Privatinvestorenbeteiligungen in den Jahren 2015-2018 nachdrücklich gegenüber dem Zeitraum 2009-2012 zugenommen: damals waren es im Jahresdurchschnitt 803 Mio. Euro. Der Beitrag durch VC-Gesellschaften ist dagegen weniger stark angewachsen, 2009-2012 lag die Gesamtsumme im Jahresdurchschnitt bei 590 Mio. Euro; dieser leichte Anstieg erfolgte trotz des Rückgangs der durchschnittlichen pro Unternehmen investierten finanziellen Mittel durch VC-Geber, weil sich die Anzahl der durch VC-Geber finanzierten Unternehmen mehr als verdoppelt hat (2009-2012: 2.030, 2015-2018: 4.410).

Inanspruchnahme von INVEST

- Das INVEST-Programm fördert nur Privatinvestoren von innovativen Unternehmensgründungen. Der Bezugspunkt des INVEST-Programms ist daher eher im Hightech-Sektor zu verorten.
- Bei gut 28 Prozent der von einem Privatinvestor finanzierten Hightech-Unternehmen der Gründungsjahrgänge 2015-2018 wurde mindestens einer der Privatinvestoren durch das Förderprogramm INVEST, das Privatinvestoren von innovativen Unternehmensgründungen fördert, bezuschusst. Betrachtet man die Unternehmen, die durch einen Business Angel finanziert wurden, liegt der Anteil etwas höher bei 31 Prozent. Bei 17 Prozent der Hightech-Unternehmen mit einem oder mehreren passiven Privatinvestoren erhielt mindestens ein Investor den INVEST-Zuschuss. Da Investoren mit einem engen verwandtschaftlichen Verhältnis zu den Gründerpersonen nicht förderfähig sind, haben nur 6 bzw. 7 Prozent der Hightech-Unternehmen mit einem Business Angel bzw. passiven Privatinvestor aus F&F von einer INVEST-Förderung profitiert.
- Die indirekt durch INVEST geförderten Hightech-Unternehmen erhalten im Durchschnitt ein insgesamt höheres Finanzierungsvolumen durch ihre Privatinvestoren, wenn ein INVEST-geförderter Investor dabei ist: Die Finanzierungssumme beträgt in diesem Fall im Unternehmensdurchschnitt 998 Tsd. Euro, bei Hightech-Unternehmen ohne INVEST-Investor beträgt die Durchschnittssumme der Privatinvestorenfinanzierung 844 Tsd. Euro.

- Bei Hightech-Unternehmen, die finanzielle Mittel von Privatinvestoren in Form von offenen Beteiligungen oder Wandeldarlehen bekommen haben, also eine durch INVEST förderfähige Finanzierungsform vorliegt, liegt der Anteil (indirekt) durch INVEST Geförderter bei 44 Prozent.
- Bei 91 Prozent der durch INVEST-geförderten finanzierten jungen Hightech-Unternehmen erfolgt diese über eine offene Eigentumsbeteiligung. Bei 31 Prozent der von INVEST profitierenden Hightech-Unternehmen wurden finanzielle Mittel über Wandeldarlehen ausgegeben. Eine andere Struktur ist bei Hightech-Unternehmen zu beobachten, deren Privatinvestoren nicht INVEST-gefördert sind. Fast 40 Prozent dieser Unternehmen erhielten Finanzmittel von ihren Privatinvestoren in Form von Darlehen. Diese Finanzierungsmethode wäre nicht förderfähig im Sinne von INVEST gewesen. Aber auch zwei Fünftel der nicht durch INVEST profitierenden Unternehmen beteiligte seine Privatinvestoren durch die Abgabe von Eigenkapitalanteilen.

Profile der Privatinvestoren

- Bei mehr als 60 Prozent der Privatinvestoren-finanzierten jungen Unternehmen engagieren sich die Privatinvestoren bereits im Gründungsjahr.
- Die Privatinvestoren, die in Unternehmen der Gründungskohorten 2015-2018 investiert haben, sind im Durchschnitt 52 Jahre alt. Die älteren professionellen Privatinvestoren(gruppen) investierten einen im Durchschnitt höheren Betrag als jüngere.
- Bei 71 Prozent der Unternehmen mit einer Privatinvestorenfinanzierung sind ausschließlich männliche Investoren beteiligt, bei 16 Prozent der Unternehmen ausschließlich Frauen, gemischte Investorentams sind mit 13 Prozent in der Minderheit. Bei 74 Prozent der Unternehmen, die ausschließlich von einem oder mehreren Männern gegründet wurden, sind auch die Privatinvestoren ausschließlich Männer, ausschließlich Frauen finden sich nur bei 14 Prozent der von Männern gegründeten Unternehmen. Für Gründungen nur von Frauen hat zwar auch die Hälfte der Unternehmen nur männliche Privatinvestoren, aber auch 36 Prozent und damit überproportional viele Investorinnenteams. Gründe-

rinnen profitieren offenbar davon, dass auch Frauen als Wagniskapitalinvestorinnen auftreten. Es stellt sich die Frage, ob Gründungen von Frauen Privatinvestoren gefunden hätten, gäbe es nicht diese weiblichen Kapitalgeber. Und würden Frauen eher oder mehr Wagniskapital akquirieren, gäbe es mehr Investorinnen?

- Regionale Schwerpunkte des Privatinvestoren-Engagements liegen in großen Städten. Neben Berlin sind das München, Düsseldorf und Köln.

Kontaktaufnahme zu Privatinvestoren

- Auch für Privatinvestitionen, die nicht aus dem direkten Freundes- oder Familienkreis getätigt werden, kommt den bereits bestehenden privaten Kontakten die weitaus größte Bedeutung zu (rund 80 Prozent der Unternehmen mit Privatinvestorenfinanzierung der Gründungsjahre 2015 bis 2018). Wobei dieser Kontaktkanal in den nicht zum Hightech-Sektor zählenden Unternehmen (85 Prozent) deutlich häufiger genannt wird als in den Hightech-Branchengruppen (64 Prozent).
- Für junge Hightech-Unternehmen sind darüber hinaus noch Programme für Startups (22 Prozent, beispielsweise Elevator Pitches, Inkubator- oder auch Accelerator-Programme), Gründermessen bzw. Konferenzen (14 Prozent), Businessplan und Gründerwettbewerbe (10 Prozent), Business Angel Netzwerke (9 Prozent) sowie eingeschränkt auch die Kontaktvermittlungen der Industrie- und Handelskammern (für 7 Prozent) für die Kontaktabahnung zu den Privatinvestoren von Relevanz.
- Für Unternehmen aus den Nicht-Hightech-Branchen sind zur Nutzung bestehender privater Kontakte alternative Kontaktkanäle fast bedeutungslos, die Anteile in diesen Branchen liegen dort bei höchstens 5 Prozent.
- Die Rangliste der Unternehmensanteile für einzelne Kontaktwege darf allerdings nicht dahingehend interpretiert werden, dass es ganz wesentlich auf die bereits bestehenden Kontakte ankommt, wenn Wagniskapital für ein junges Unternehmen akquiriert werden soll, und beispielsweise Business-Angel-Netzwerke oder Aktivitäten wie Elevator Pitches von geringer Bedeutung seien. Die bestehenden Kontakte kommen zum

Tragen, wenn der Bedarf an Wagniskapital relativ klein ist. Der Medianwert des durch bestehende private Kontakte zustande gekommenen Investitionsvolumens von Privatinvestoren liegt bei 100.000 Euro, während Kontakte über Business-Angel-Netzwerke im Median zu einer Investitionssumme von 1 Mio. Euro führte. Auch spezielle Programme für Start-ups, Gründermessen bzw. Konferenzen oder Businessplan- bzw. Gründerwettbewerbe schufen Kontakte, durch die hohe Summen akquiriert wurden (zwischen 0,9 Mio. Euro und 0,6 Mio. Euro).

- Bei mehr als der Hälfte der Unternehmen, die mit Privatinvestoren über eine Beteiligung verhandelt haben, kam keine Investition zustande.
- 10 Prozent der jungen Unternehmen der Gründungsjahrgänge 2015 - 2018, die keine Privatinvestorenbeteiligung aufweisen, hatten schon einmal Kontakt zu einem potenziellen Privatinvestor. Bei fast zwei Dritteln (65 Prozent) dieser Unternehmen haben die Gründerinnen bzw. Gründer entschieden, den Privatinvestor nicht als Beteiligten an dem Unternehmen aufzunehmen, bei 9 Prozent hat sich der potenzielle Privatinvestor dagegen entschieden, bei 12 Prozent kamen beide Verhandlungsparteien zu dem Schluss, kein Investment einzugehen. Bei den übrigen 14 Prozent lief die Verhandlung zum Zeitpunkt der Befragung noch.
- Für 39 Prozent der Unternehmen, die nach Gesprächen mit potenziellen Privatinvestoren eine Beteiligung abgelehnt haben, war der von den Investoren gewünschte Eigentumsanteil am Unternehmen zu hoch. Ebenfalls häufig genannt wurden ein zu geringes Unterstützungsangebot durch die potenziellen Privatinvestoren (24 Prozent), persönliche Differenzen mit den Investoren (20 Prozent) und eine zu geringe von dem Investor angebotene Finanzierungssumme (13 Prozent).
- Potenzielle Privatinvestoren lehnen eine Beteiligung im Wesentlichen deshalb ab, weil sie in den Unternehmen, mit denen sie in Kontakt sind, kein ausreichendes Wachstumspotenzial sehen (54 Prozent) oder weil sie das von den Gründern verfolgte Geschäftskonzept ablehnen (38 Prozent). Eine gewisse Rolle spielt noch, dass die Investoren die Qualifikation der Gründerinnen bzw. Gründer für nicht ausreichend halten (9 Prozent).

Unterstützungsleistungen von Business Angels

- Ein großer Teil der jungen Unternehmen, in die Privatinvestoren investieren, wird darüber hinaus auch nicht-monetär von Privatinvestoren unterstützt. In den Hightech-Branchen sind es etwas mehr als drei Viertel der von Privatinvestoren (mit-)finanzierten jungen Unternehmen, in den Nicht-Hightech Branchen sind es gut 70 Prozent, deren Privatinvestoren – dadurch als Business Angels bezeichnet – mit Unterstützungsleistungen in den oder für die Unternehmen aktiv sind (insgesamt 73 Prozent).
- Durch Beratung und Mentoring werden mehr als 80 Prozent der betroffenen Unternehmen durch ihre Business Angel unterstützt.
- Auch die Netzwerke der Business Angels kommen vielen der von ihnen finanzierten Unternehmen zugute. So werden 83 Prozent der Business Angel-finanzierten jungen Hightech-Unternehmen und nahezu 70 Prozent der entsprechenden Unternehmen aus den Nicht-Hightech-Branchen bei der Kontaktaufnahme zu Zulieferern, Kunden oder Beratern unterstützt oder die entsprechenden Kontakte werden vermittelt.
- Die Kontaktvermittlung zu weiteren Finanziers steht zumindest im Hightech-Bereich an dritter Stelle in der Bedeutungs-Rangliste der Unterstützungsleistungen. Für die Unternehmen in den Hightech-Branchen ist dieser Aspekt wichtiger als für die Unternehmen in den Nicht-Hightech-Branchen. Über die Hälfte der Hightech-Unternehmen nutzt diesbezüglich das Wissen der Business Angel. Für Business-Angel-finanzierte Unternehmen aus den nicht zum Hightech-Sektor zählenden Branchen liegt dieser Anteil bei nur 30 Prozent, sie haben entweder ein geringeres Problem weitere Finanziers zu finden oder – was eher wahrscheinlich ist – diese Unternehmen haben geringeren Finanzierungsbedarf.
- Auch die Zuwendung von Sachmitteln spielt im Rahmen der Unterstützungsleistungen der Business Angel eine nicht unbedeutende Rolle. Je nach Branchengruppe kommen zwischen 35 und 45 Prozent der durch Business Angel finanzierten Unternehmen in den Genuss dieses Services.

- Ferner unterstützen Business Angel die von ihnen finanzierten Unternehmen auch im betrieblichen Ablauf. Hier kommt die Hilfe bei kaufmännischen Aufgaben in einer durchaus relevanten Häufigkeit vor. Dies gilt vor allem für Unternehmen der Nicht-Hightech-Branchen (37 Prozent). Auch in der Produktion und sogar bei Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten werden die Unternehmen von den Business Angels unterstützt. Sowohl für die Hightech-Branchen als auch für die Nicht-Hightech-Branchen sind es etwa 20 Prozent der Business Angel-finanzierten Unternehmen, die solche Unterstützung bekommen.

1 Einleitung

Privatinvestoren gelten als wichtige Finanzierungsquelle für Unternehmensgründungen, obwohl nur ein kleiner Teil aller Gründungen durch sie finanziert wird. Ihre Bedeutung ergibt sich zum einen aus der Art von Gründungen, die sie finanzieren. In der Regel verfolgen diese Gründungen innovative Geschäftsmodelle, die auf Wachstum ausgerichtet sind. Zum anderen zeigen einige Studien, dass (zumindest) ein Teil dieser Privatinvestoren positiv auf die Entwicklung der durch sie finanzierten Unternehmen einwirkt. Die Unterstützung von professionellen Privatinvestoren führt dazu, dass die durch sie finanzierten Unternehmensgründungen schneller wachsen, seltener scheitern und weniger Schwierigkeiten bei der Folgefinanzierung haben (Lerner et al., 2018). Jedoch ist die Gesamtheit der Privatinvestoren eine hochgradig heterogene Gruppe (Wetzel, 1987), deren Individuen sich hinsichtlich ihrer Erfahrung, Motive und Investitionsstrategien voneinander unterscheiden. Inwiefern sich die Resultate auf die Gesamtheit der Privatinvestoren verallgemeinern lassen, ist daher noch nicht geklärt. Ein wichtiger Grund für diese Wissenslücke ist der geringen Verfügbarkeit von verlässlichen Daten geschuldet (Harrison und Mason, 2008). Erst in den letzten Jahren wurden Daten erhoben, die eine repräsentative, längerfristige und umfassende Betrachtung der Aktivität von Privatinvestoren ermöglichen. Ein Umstand der die Erschließung solcher Daten nach wie vor erschwert, ist die informelle Organisation des Marktes für private Investments. Viele Privatinvestoren bevorzugen es, unerkannt zu bleiben, was neben dem Wunsch nach Wahrung der Privatheit auch strategischen Motiven geschuldet sein kann (Engineer et al., 2019).

In der wissenschaftlichen Literatur wird diskutiert, ob der informelle Wagniskapitalmarkt, auf dem Privatinvestoren bzw. Business Angel agieren, funktionsfähig ist oder ob es staatlicher Eingriffe bedarf. Allein die Tatsache, dass Privatinvestoren schwer zu finden sind und nur wenige Gründungen durch sie Wagniskapital erhalten, spricht nicht zwangsläufig gegen die Funktionsfähigkeit des Marktes. Dennoch ist denkbar, dass durch gezielte Maßnahmen die Funktionsfähigkeit des informellen Wagniskapitalmarktes verbessert werden kann, beispielsweise indem Anreize für erfahrene Unternehmer gesetzt werden, sich als Privatinvestoren zu engagieren (Hellman und Thiele, 2019). Die Auffassung, dass die Funktionsfähigkeit des informellen Wagniskapitalmarktes in der Breite

(noch) Verbesserungsbedarf hat, führte in den vergangenen Jahren dazu, dass in einigen Ländern, unter anderem in Deutschland, politische Programme zur Stimulierung des informellen Wagniskapitalmarktes aufgelegt wurden (z.B. INVEST in Deutschland). Erste Untersuchungen deuten darauf hin, dass diese Maßnahmen in Deutschland erfolversprechend sind (Gottschalk et al., 2016).

Über das Ausmaß an Privatinvestorenaktivitäten in Deutschland in der Frühphase von Unternehmen über die Verbreitung und die hierbei bewegten Investmentsummen berichtete zuletzt eine Studie des ZEW (Egeln und Gottschalk, 2014). Es ist von hohem Interesse zu untersuchen, ob und inwieweit es seit 2012, dem Bezugspunkt dieser Arbeit, zu Veränderungen bei der Nutzung von privaten Investments durch junge Unternehmen gekommen ist, insbesondere da seit Mai 2013 mit dem Programm „INVEST – Zuschuss für Wagniskapital“ eine staatliche Maßnahme aufgelegt wurde, mit der der Markt für Privatinvestorenfinanzierungen belebt werden soll. Mit der hier vorliegenden Studie soll hierzu ein Beitrag geleistet werden.

Es werden Unternehmensgründungen in Deutschland der Jahrgänge 2015-2018 betrachtet. In diesem Zeitraum wurden rund 613.000 Unternehmen gegründet, wovon bis Ende 2018 etwa 513.000 (84 Prozent) überlebt haben. Das ist auch die Grundgesamtheit, auf die sich diese Studie bezieht. In der Befragungsrunde 2019 des IAB/ZEW Gründungspanels wurden knapp 4.200 junge Unternehmen dieser Gründungsjahrgänge befragt, diese Stichprobe bildet die Grundlage für die Analysen dieser Untersuchung (vgl. Abschnitt 8.3 im Anhang). Die Ergebnisse sind repräsentativ für die Population der bis Ende 2018 überlebenden bis zu vier Jahre alten Unternehmen. Im Fokus stehen die finanziellen Investitionen von passiven Privatinvestoren, die sich ausschließlich finanziell bei jungen Unternehmen engagieren, sowie von Business Angels, die über die finanziellen Beteiligungen hinaus die jungen Unternehmen ihres Portfolios mit Rat und Tat unterstützen. In Kapitel 2 werden die Verbreitung und die Form von Privatinvestorenfinanzierungen der genannten Gründungen betrachtet. In Teilabschnitten dieses Kapitels werden die quantitative Bedeutung des öffentlichen Förderprogramms INVEST für die Finanzierung junger innovativer Unternehmen skizziert und Profile der Privatinvestoren dargelegt. Die Höhe der Finanzierungsbeiträge von passiven Privatinvestoren und Business Angels werden differenziert nach Branchen in Kapitel 3 analysiert. In den Kapiteln 2 und 3 werden außerdem Er-

gebnisse zur Finanzierung mit Wagniskapital durch Venture Capital Gesellschaften und Fonds präsentiert, sodass das gesamte Ausmaß von Wagniskapitaltransfers in bis zu vier Jahre alte Unternehmen offenbar wird. Das unterschiedliche Finanzierungsverhalten zwischen Privatinvestoren und Venture Capital Gesellschaften wird deutlich. Kapitel 4 befasst sich mit der Frage, wie die jungen Unternehmen und die Privatinvestoren zueinander gefunden haben. Hierbei werden auch Kontakte, die schließlich nicht in einer Investition mündeten, thematisiert. Kapitel 5 ist den über die Finanzierungsbeiträge hinausgehenden Unterstützungsleistungen durch Business Angel gewidmet. In Kapitel 6 wird schließlich – auf Basis der Befunde hinsichtlich der Anzahl der jungen Unternehmen mit einer Privatinvestorenfinanzierung – eine Abschätzung der Anzahl der im Jahr 2018 bei der Finanzierung von jungen Unternehmen engagierten passiven Privatinvestoren sowie Business Angels vorgenommen.

2 Privatinvestorenfinanzierung bei jungen Unternehmen

In diesem Kapitel wird die Verbreitung von Finanzierungsbeiträgen von Privatpersonen bei Unternehmen der Gründungsjahrgänge 2015 bis 2018 untersucht. Es wird ein Vergleich mit der Situation bei den Gründungsjahrgängen 2009 bis 2012 angestellt. Weiterhin betrachtet wird die Verteilung über die unterschiedlichen Finanzierungsformen – offene und stille Beteiligungen, Wandeldarlehen und Darlehen – die Privatinvestoren wählen, um in junge Unternehmen zu investieren. Im ersten Abschnitt dieses Kapitels werden zunächst einige methodische Erläuterungen zur hier verwendeten Identifizierung verschiedener Typen von Privatinvestoren vorgenommen und auch die empirische Basis der Analysen wird kurz dargestellt.

2.1 Identifizierungen verschiedener Typen von Privatinvestoren

Für die Untersuchung wurden die Daten des IAB/ZEW Gründungspanels der Erhebungswelle 2019 verwendet.

Gruppen von Privatinvestoren (alte Definition)

Im Vergleich zu den vergangenen Untersuchungen in 2007 und 2013 wurden definitorische Veränderungen bezüglich der Untergruppen von Privatinvestoren vorgenommen. In 2013 wurde zwischen aktiven und passiven Privatinvestoren, sowie Business Angels unterschieden. Als aktiv wurden all jene Privatinvestoren bezeichnet, die sich über die Bereitstellung finanzieller Mittel hinaus, in einem bestimmten Maße Unterstützungsleistungen in die Unternehmen eingebracht hatten (vgl. Gottschalk und Egel, 2014). Als Business Angel wurden wiederum alle aktiven Privatinvestoren bezeichnet, die finanzielle Mittel in Form einer offenen oder stillen Eigenkapitalbeteiligung in das Unternehmen zur Verfügung gestellt hatten. Unerheblich für die Unterscheidungen war, ob ein Verwandtschafts- oder vorheriges Freundschaftsverhältnis der Gründer zu den Investoren bestand. Für einen konsistenten Vergleich der Situation am Beteiligungsmarkt für Privatinvestoren in 2013 und 2019, wird zunächst die Gruppierung in aktive und passive Privatinvestoren mit den oben beschriebenen Definitionen aus dem Jahr 2013 beibehalten. Für alle weiteren Auswertungen werden neue Gruppen definiert, die im nächsten Abschnitt beschrieben werden.

Gruppen von Privatinvestoren (neue Definition)

Aufgrund einiger Veränderungen im deutschen Beteiligungskapitalmarkt in den letzten Jahren wird in dieser Untersuchung der Begriff des *Business Angels* auf *alle aktiven Privatinvestoren* ausgeweitet, also auch solche, die finanzielle Mittel in Form von Darlehen und Wandeldarlehen zu Verfügung stellen. Die Gruppe der aktiven Privatinvestoren ist nun deckungsgleich mit der Gruppe der Business Angels, somit entfällt die Gruppenbezeichnung „aktive Privatinvestoren“.

Zudem wurde der Fragenkatalog für 2019 um eine Frage erweitert, die es erlaubt Finanzierungen durch Familie und Freunde der Gründerpersonen von denen anderer (professioneller) Privatinvestoren zu unterscheiden. Daraus ergibt sich – sowohl bei den passiven Investoren als auch bei den Business Angels – jeweils eine neue Untergruppe von Privatinvestoren, die als Familie und Freunde (F&F) bezeichnet wird. Unternehmen, die ausschließlich eine Finanzierung durch Familie und/oder Freunde erhalten haben, werden jeweils gesondert ausgewiesen.

Somit werden also vier Gruppen von Privatinvestoren unterschieden, „(professionelle) Business Angels“, „(professionelle) passive Privatinvestoren“, „F&F aus Business Angel“ und „F&F aus Passive Privatinvestoren“.

Abbildung 1: Untergruppen von Privatinvestoren

		Aktiver Investor?	
		Ja	Nein
verwandt oder befreundet?	Ja	<i>F&F aus Business Angel</i>	<i>F&F aus Passive Investoren</i>
	Nein	<i>(professioneller) Business Angel</i>	<i>(professioneller) Passiver Investor</i>

Quelle: eigene Darstellung

Zur Identifizierung von Unternehmen, die Geld von einem oder mehreren Privatinvestoren erhalten haben, wurde den Gründerinnen und Gründern folgende Frage gestellt:

„Im Folgenden haben wir einige Fragen zu einer ganz bestimmten Finanzierungsquelle, den Privatinvestoren. Dazu gehören auch so genannte Business Angel, aber auch passive Privatinvestoren.

Hat seit Gründung ein Privatinvestor - direkt oder über eine Kapitalgesellschaft - Ihr Unternehmen mitfinanziert? Sei es durch Fremd- oder Eigenkapital.“

Zur Unterscheidung von Finanzierungen durch professionelle Privatinvestoren gegenüber Finanzierungen durch F&F wurden Unternehmen nach der Beziehung zum Privatinvestor gefragt. Unternehmen, die die vorherige Frage mit „Ja“ beantworteten hatten, wurden gefragt:

„Besteht ein Verwandtschafts- oder langjähriges Freundschaftsverhältnis zu diesem Privatinvestor/diesen Privatinvestoren?“

Unternehmen, die angaben, dass zu allen Privatinvestoren ein Verwandtschafts- oder langjähriges Freundschaftsverhältnis besteht, wurden der Investoren-Gruppe F&F zugeteilt. Unternehmen, die angaben, dass kein oder nur teilweise ein Verwandtschafts- oder langjähriges Freundschaftsverhältnis besteht, wurden der Gruppe der Business Angel oder passiven Privatinvestoren zugeordnet.

Um Business Angel von passiven Privatinvestoren zu unterscheiden, wurden die Unternehmen gefragt, ob sich einer ihrer Investoren über das finanzielle Engagement hinaus in das Unternehmen einbringt:

„In welcher Form engagiert(e)/engagier(t)en sich Ihr/e Privatinvestor(en) in Ihrem Unternehmen über den reinen Kapitalbeitrag hinaus? Ich nenne Ihnen jetzt eine Liste von möglichen Unterstützungsleistungen Ihres/Ihrer Privatinvestors/Privatinvestoren. Bitte beurteilen Sie auf einer Skala von 1 (sehr intensiv) bis 5 (überhaupt nicht), in welchem Umfang sich Ihr Privatinvestor/Ihre Privatinvestoren in diesem Bereich engagierte/engagierten oder engagiert hat/haben.“

Die möglichen Unterstützungsleistungen umfassen: Herstellen von Kontakten zu Geschäftspartnern und zu weiteren Finanziers, Beratung und Mentoring, Bereitstellung von Sachmitteln und Infrastrukturleistungen, Übernahme einer Beirats- oder Aufsichtsratsfunktion, direkte Übernahmen von Unternehmensaufgaben im kaufmännischen Bereich, in der Produktion oder in der Forschung (vgl. dazu Kapitel 5). Unternehmen, die für mindestens eine der möglichen Unterstützungsleistungen angaben, dass der Investor sich in mittlerem Umfang (3) bis intensiven Umfang (5) engagiert hat, werden als durch Business Angel finanziert klassifiziert. Die übrigen Unternehmen gelten als durch die Gruppe der passiven Privatinvestoren finanziert.

Auf Basis einer Befragungsrunde des IAB/ZEW Gründungspanels können jeweils Angaben der letzten vier Gründungskohorten auf die Grundgesamtheit der Unternehmen hochgerechnet werden, für die Befragung 2019 betrifft dies die Gründungsjahrgänge 2015 bis 2018. In der Stichprobe 2019 sind 4.189 Unternehmen dieser Kohorten vertreten, davon sind 39 Prozent (1.626) Hightech-Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes (Spitzentechnik (STW) und hochwertige Technik (HTW)) und des Dienstleistungssektors (Software und sonstige technologieintensive Dienstleistungen (TDL), vgl. dazu das Anhangskapitel 8). Die Angaben dieser Unternehmen werden auf die Grundgesamtheit der Gründungen 2015-2018 hochgerechnet, die mindestens bis Ende 2018 wirtschaftlich aktiv waren. Das sind rund 513 Tsd. Unternehmen, davon sind 39 Tsd. Hightech-Unternehmen.

2.2 Anteil Unternehmen mit Privatinvestoren

Um einen adäquaten zeitlichen Vergleich durchführen zu können, wird zunächst ein Vergleich für die in beiden Studien erfassten Gruppen der Business Angel und passiven Privatinvestoren dargestellt (Tabelle 1). In Tabelle 2 wird dann zusätzlich zwischen professionellen Investoren und Investoren aus dem Verwandten- und Freundeskreis unterschieden.

Tabelle 1: Anzahl und Anteile der Unternehmen mit einer Finanzierung durch Privatinvestoren, Gründungskohorten 2009-2012 und 2015-2018

Branche	Business Angel ¹		passive Privatinvestoren		Privatinvestoren insgesamt	
	2009-2012	2015-2018	2009-2012	2015-2018	2009-2012	2015-2018
STW	190	370	130	160	320	530
	6,8%	16,0%	4,6%	6,8%	11,4%	22,9%
HTW	190	330	80	100	270	430
	5,2%	12,0%	2,3%	3,7%	7,5%	15,6%
TDL	990	1.690	130	540	1.120	2.230
	8,3%	7,0%	1,1%	2,2%	9,4%	9,2%
Software	990	1.530	640	400	1.630	1.940
	3,6%	15,1%	2,3%	4,0%	5,9%	19,1%
Hightech	2.360	3.920	980	1.200	3.340	5.120
	5,1%	9,9%	2,1%	3,0%	7,2%	13,0%
NTW	1.740	1.720	1.100	550	2.840	2.270
	6,1%	7,2%	3,8%	2,3%	9,9%	9,5%
wiss. DL	1.170	1.390	630	470	1.800	1.860
	3,3%	4,3%	1,8%	1,4%	5,1%	5,7%

¹ Definition von „aktiver Privatinvestor“ aus der Studie 2014 (Egeln und Gottschalk, 2014) entspricht der Definition von „Business Angel“ in diesem Bericht.

Finanzierung von Unternehmensgründungen durch Privatinvestoren

UDL	2.730	3.880	810	1.570	3.540	5.450
	3,9%	4.0%	1,2%	1.6%	5,1%	5,6%
KDL	11.280	10.250	4.430	3.810	15.710	14.060
	5,4%	5.9%	2,1%	2.2%	7,5%	8,1%
Bau	1.130	1.970	1.430	560	2.560	2.540
	1,7%	3.4%	2,2%	1.0%	3,9%	4,4%
Handel	6.010	4.750	3.710	2.360	9.720	7.110
	5,4%	5.4%	3,3%	2.7%	8,7%	8,1%
Nicht-High-tech	24.060	23.970	12.110	9.320	36.170	33.290
	4,7%	5.1%	2,3%	2.0%	7,0%	7,0%
Gesamt	26.420	27.890	13.090	10.520	39.510	38.410
	4,7%	5.4%	2,3%	2.1%	7,0%	7,5%

Gerundete Werte.

Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Tabelle 2: Anzahl und Anteile der Unternehmen mit einer Finanzierung durch Privatinvestoren, Gründungskohorten 2015-2018 – weitere Abgrenzungen

Branche	Privatinvestoren (Gesamt)	Business Angels	Passive Privatinv.	Business Angels aus F&F	Passive Privatinv. aus F&F
STW	530 23%	370 16%	160 7%	100 4%	40 2%
HTW	420 16%	330 12%	100 4%	80 3%	40 1%
TDL	2.230 9%	1.690 7%	540 2%	550 2%	340 1%
Software	1.940 19%	1.530 15%	400 4%	280 3%	230 2%
Hightech	5.120 13%	3.920 10%	1.200 3%	1.010 3%	640 2%
NTW	2.270 10%	1.720 7%	550 2%	740 3%	450 2%
wiss. DL	1.860 6%	1.390 4%	470 1%	670 2%	350 1%
UDL	5.450 6%	3.880 4%	1.570 2%	3.320 3%	1.230 1%
KDL	14.060 8%	10.250 6%	3.810 2%	6.310 4%	2.930 2%
Bau	2.540 4%	1.970 3%	560 1%	1.300 2%	420 1%
Handel	7.110 8%	4.750 5%	2.360 3%	2.840 3%	2.130 2%
Nicht-Hightech	33.290 7%	23.970 5%	9.320 2%	15.180 3%	7.510 2%
Gesamt	38.410 7.5%	27.890 5.4%	10.520 2.1%	16.190 3.2%	8.150 1.6%

Gerundete Werte.

Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Die Anzahl der jungen Unternehmen, die durch Privatinvestoren – insbesondere durch Business Angel - finanziert werden, ist im Hightech-Bereich seit 2012 offenbar deutlich gestiegen. Im Zeitraum 2009 bis 2012 haben gut 7 Prozent aller Unternehmen aus den Hightech-Branchen eine Finanzierung durch Privatinvestoren erhalten, im Zeitraum 2015 bis 2019 hat sich der Anteil mit 13 Prozent beinahe verdoppelt. Auch absolut ist die Zahl der Hightech-Unternehmen, die durch Privatinvestoren finanziert wurden, gestiegen, von 3.340 auf 5.120 Unternehmen. Besonders hoch ist der Anstieg durch Business Angel in den Hightech-Branchen des verarbeitenden Gewerbes und der Software-Branche. Dort hat sich der Anteil verdoppelt und in der Software Branche mehr als verdreifacht. In den Nicht-Hightech-Branchen stagnieren die Zahlen der durch Privatinvestoren finanzierten Unternehmen hingegen, bzw. sind im Falle der durch passive Privatinvestoren finanzierten Unternehmen sogar rückläufig. Insgesamt sind aber aufgrund der größeren Unternehmenspopulation die meisten Unternehmen mit einer Privatinvestorenfinanzierung (87 Prozent) im Nicht-Hightech-Sektor zu verorten. Der größte Anteil an durch Privatinvestoren finanzierten Unternehmen ist innerhalb des Nicht-Hightech-Bereichs mit 10 Prozent im sonstigen verarbeitenden Gewerbe auszumachen.

Bei 73 Prozent der privatinvestorenfinanzierten Unternehmen sind Business Angels beteiligt, die sich über den finanziellen Beitrag hinaus im Unternehmen engagieren. Ein großer Teil der Unternehmen (63 Prozent) gibt ferner an, dass die beteiligten Privatinvestoren aus dem Freundes- und Familienkreis stammen. Dieser Anteil ist mit 32 Prozent in den Hightech-Branchen deutlich geringer. Die Unternehmensfinanzierung wird hier eher in die Hände von professionellen Investoren gelegt. Innerhalb der Gruppe der passiven Privatinvestoren ist zudem der Anteil von Freunden und Verwandten größer als im Durchschnitt, denn 77 Prozent der Unternehmen mit einem passiven Privatinvestor gehören zu der Gruppe F&F. D.h. im Umkehrschluss, dass von professionellen Privatinvestoren eher weitere für das Unternehmensgeschick substantielle Unterstützungsleistungen zu erwarten sind als von Freunden und Verwandten.

Exkurs:

Diese Beobachtung wird auch durch eine Auswertung der Transaktionsdatenbank des ZEW (vgl. Anhangsabschnitt 8.2) untermauert. Abbildung 2 zeigt die Anzahl der Wagniskapitaltransaktionen an deutsche Unternehmen sowie den

Anteil an Transaktionen, an denen Privatinvestoren beteiligt waren. Die Werte in Abbildung 2 beziehen sich auf die in der Transaktionsdatenbank des ZEW verzeichneten Finanztransaktionen von Wagniskapitalgebern, auch die in nicht mehr junge Unternehmen². In dieser Datenbank sind lediglich die öffentlich bekannt gegebenen Transaktionen registriert und bilden somit nur einen Ausschnitt aus der Grundgesamtheit.

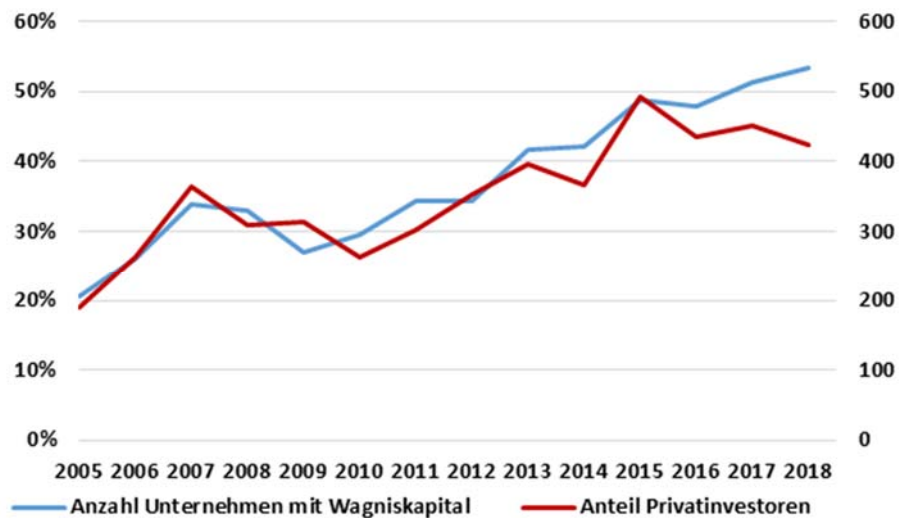
Es ist deutlich erkennbar, dass der Anteil der Privatinvestorentransaktionen an allen insbesondere im Zeitraum 2010 bis 2015 stetig gewachsen ist und seit 2015 stagniert. Gleichzeitig wächst die Zahl der Unternehmen, die Wagniskapital erhalten, seit dem Jahr 2008 stetig, so dass auch die absolute Anzahl von Finanztransaktionen mit Privatinvestorenbeteiligung auch nach 2015 weiter angestiegen ist.

Obwohl die Transaktionsdatenbank nur einen Ausschnitt an allen Wagniskapitaltransaktionen enthält, da in der Regel nur größere bis mittelgroße Transaktionen registriert werden, gibt der zeitliche Verlauf eine Vorstellung von der Entwicklung der gesamten Privatinvestoren / Business Angel Aktivitäten.³

² Der Anteil von bis zu vier Jahre alten Unternehmen liegt bei den Zahlen, die Abbildung 2 zugrunde liegen, bei gut 80 Prozent, höchstens 10 Jahre alt sind 94 Prozent.

³ Die ZEW Transaktionsdatenbank bildet also nicht die Grundgesamtheit der Finanztransaktionen in Unternehmen in Deutschland ab.

Abbildung 2: Anzahl Finanztransaktionen an Unternehmen im Zeitverlauf, keine Einschränkung auf junge Unternehmen



Quelle: Transaktionsdatenbank des ZEW (gespeist aus Zephyr, Bureau van Dijk und Majunke)

Veräußerung der Privatinvestorenbeteiligungen

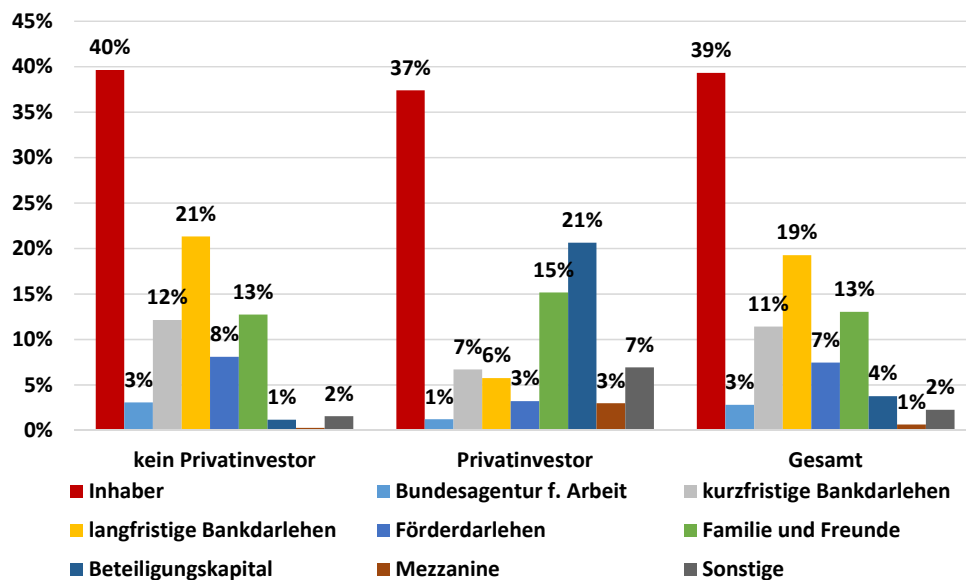
Bei 18 Prozent der von Privatinvestoren mitfinanzierten jungen Unternehmen der Gründungskohorten 2015-2018 wurden diese Beteiligungen mittlerweile wieder veräußert, im Hightech-Bereich sind es mit 9 Prozent weniger als in den nicht forschungsintensiven Wirtschaftssektoren mit 22 Prozent. In der Regel wurden die Unternehmensanteile an die Gründer verkauft.

2.3 Formen der Privatinvestorenfinanzierung

Die Finanzierungsstruktur von Unternehmen, die durch Privatinvestoren finanziert werden, unterscheidet sich zwangsläufig von der Finanzierungsstruktur anderer Unternehmen. Interessant ist jedoch, dass dies insbesondere in Bezug auf die klassische Bankfinanzierung der Fall ist. Abbildung 3 zeigt die durchschnittlichen Anteile der Außenfinanzierung von Unternehmen, die von Privatinvestoren finanziert werden, und solchen, die keine Finanzierung durch Privatinvestoren erhielten. Für beide Gruppen liegt der Anteil der Mittel, die durch die Inhaber selbst bereitgestellt werden, bei ca. 40 Prozent. Die Mittel, die durch Familie und Freunde bereitgestellt werden, liegt bei der Gruppe der durch Privatinvestoren finanzierten Unternehmen mit 15 Prozent leicht höher im Vergleich zu

12 Prozent bei der Gruppe ohne Privatinvestorenfinanzierung. Die größten Unterschiede zeigen sich in Bezug auf Bank- und Förderdarlehen. Unternehmen ohne Privatinvestorenfinanzierung beziehen einen Großteil Ihrer Finanzierung (41 Prozent) durch Bank- und Förderdarlehen, bei Unternehmen mit Privatinvestorenfinanzierung liegt dieser Anteil mit 16 Prozent deutlich niedriger. Es zeigt sich, dass finanzielle Mittel, die durch Privatinvestoren bereitgestellt werden, hauptsächlich Bankkredite ersetzen, nicht jedoch Mittel, die durch den Inhaber, Familienangehörige oder Freunde bereitgestellt werden. Privatinvestoren stellen also eine wichtige alternative Finanzierungsform zu Banken dar.

Abbildung 3: Verteilung der Anteile unterschiedlicher Finanzierungsquellen von Unternehmen mit oder ohne Privatinvestorenfinanzierung, Gründungskohorten 2015-2018 im Jahr 2018



Anmerkung: Anteile addieren sich jeweils zu 100%.

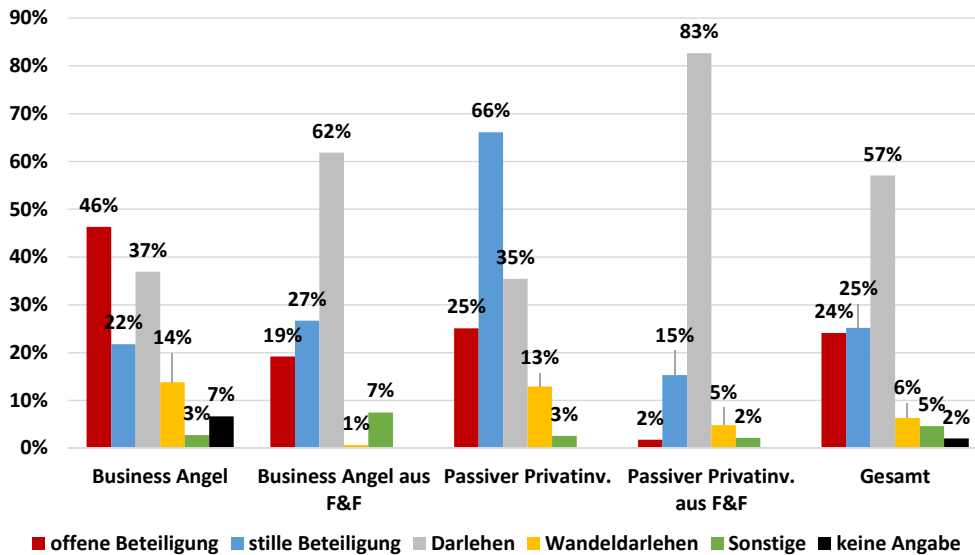
Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2018

Betrachtet man die unterschiedlichen Finanzierungsformen nach Typ des Privatinvestors, so zeigt sich, dass die Finanzierungsform offenbar stark mit dem Bekanntschaftsverhältnis zwischen Investoren und Unternehmen zusammenhängt. Privatinvestoren, zu denen ein Verwandtschafts- oder Freundschaftsverhältnis besteht, finanzieren überwiegend über Darlehen, wohingegen andere

Business Angels und passive Privatinvestoren direkte Beteiligungen vorziehen (vgl. Abbildung 4). Wobei Business Angels meist die Form der offenen Beteiligungen wählen und passive Privatinvestoren die der stillen Beteiligung. Auch Wandeldarlehen scheinen bei Privatinvestoren, die keine Familie oder Freunde sind, beliebt. Die Wahl der Finanzierungsform in Abhängigkeit des Bekanntheitsgrades lässt sich einerseits durch den Bestand an Informationen über die Unternehmer seitens der Geldgeber erklären, der bei Familienangehörigen und Freunden größer ist. Dies erlaubt eine verlässlichere Einschätzung der unternehmerischen Fähigkeiten der Geldnehmer, erhöht das Vertrauen in deren Verlässlichkeit und bedarf somit geringerer Risikoaufschläge, um für das Ausfallrisiko zu kompensieren. Dies reduziert die Kosten für ein Darlehen und lässt dieses im Vergleich zu einer Eigenkapitalbeteiligung attraktiver werden. Eine weitere Erklärung ist, dass insbesondere Familienangehörige aus uneigennütigen Motiven handeln und somit keine Gewinnerwartungsabsicht bei der Darlehensvergabe haben. Gegebenenfalls geben Familienangehörige auch ein zinsloses Darlehen, das bei riskanten Geschäftsideen dann eher den Charakter einer Schenkung als eines Darlehens hat.

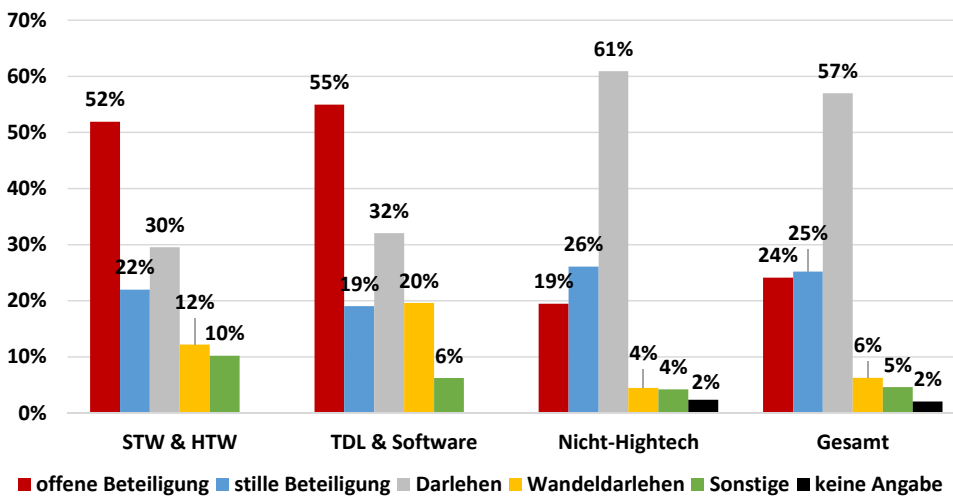
Hinsichtlich der Branche zeigen sich ebenfalls deutliche Unterschiede. Abbildung 5 zeigt, dass Eigenkapitalbeteiligungen vorwiegend in den Hightech-Branchen gewählt werden, während in den Nicht-Hightech-Branchen die Vergabe von Darlehen dominiert. Wandeldarlehen scheinen insbesondere im Softwarebereich und den sonstigen technologieintensiven Dienstleistungen attraktiv zu sein. Dort liegt der Anteil der Finanzierung durch Wandeldarlehen mit 20 Prozent am höchsten.

Abbildung 4: Verteilung der unterschiedlichen Finanzierungsformen nach Finanziers, Gründungskohorten 2015-2018



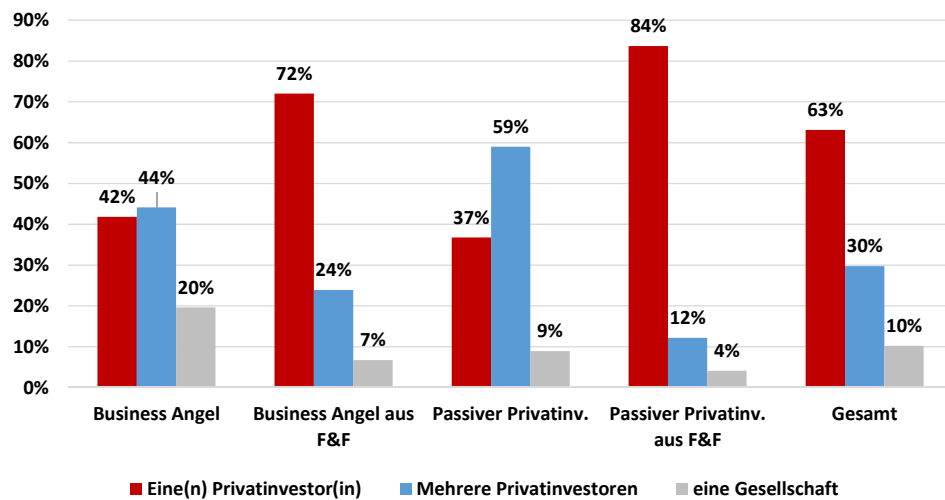
Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2018

Abbildung 5: Verteilung der unterschiedlichen Finanzierungsformen nach Branchengruppen, Gründungskohorten 2015-2018



Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2018

Abbildung 6: Verteilung der Investorengruppengröße nach unterschiedlichen Investorentypen, Gründungskohorten 2015-2018



Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2018

Allgemein scheinen Privatinvestoren eher allein und direkt – also nicht über eine Gesellschaft - zu investieren (vgl. Abbildung 6). Fast zwei Drittel aller Unternehmen, die durch Privatinvestoren finanziert wurden, gaben an, dass ihr Investor allein investiert hat. Lediglich ein Zehntel gab an, dass das Investment über eine Beteiligungsgesellschaft getätigt wurde.⁴ Die Untergruppe der passiven Privatinvestoren investiert dagegen am häufigsten im Syndikat (59 Prozent). Unterscheidet man wiederum die Gruppe der Unternehmen, deren Privatinvestor aus der Gruppe der Familie und Freunde stammt, so zeigt sich, dass diese mit einem noch höheren Anteil alleine investieren (84 Prozent). Bei der Gruppe der Business Angel hält sich das Verhältnis zwischen solchen Investoren, die alleine investieren gegenüber solchen, die in der Gruppe investieren, in etwa die Waage.

⁴ Im Durchschnitt aller durch Privatinvestoren finanzierten Unternehmen sind 2 Privatinvestoren an einem Unternehmen beteiligt.

2.4 Verbreitung von Venture Capital Beteiligungen im Vergleich

Eine wichtige Alternative zur Finanzierung durch Privatinvestoren stellen Venture Capital Gesellschaften dar. Im Gegensatz zu Privatinvestoren operieren diese als geschlossene Fonds, legen also nicht (ausschließlich) das eigene Geld an, sondern investieren zeitlich begrenzt die Gelder von Dritten.⁵

Tabelle 3 zeigt die Anzahl der Unternehmen, die durch eine Venture Capital Gesellschaft oder durch Privatinvestoren in Verbindung mit einer Venture Capital Gesellschaft finanziert wurden. Der Anteil der Unternehmen, die eine Finanzierung durch Venture Capital Gesellschaften erhalten, liegt mit 0,9 Prozent deutlich niedriger verglichen mit der Gruppe, die Mittel von Privatinvestoren erhalten (7,5 Prozent). Dies gilt für alle Branchen, insbesondere jedoch für die Nicht-Hightech-Branchen.

Im zeitlichen Verlauf zeigt sich, dass der Anteil der Unternehmen, die durch Venture Capital Gesellschaften finanziert werden, genau wie die der durch Privatinvestoren finanzierten Unternehmen gestiegen ist. Im Zeitraum 2009–2012 lag dieser Anteil noch um 0,4 Prozentpunkte geringer. Im Hightech-Bereich der privaten Wirtschaft ist eine Zunahme von 2 Prozentpunkten zu verzeichnen. Hier steigerte sich die quantitative Bedeutung durch VC-Firmen von 860 auf 1.540 Portfoliounternehmen. Eine Zunahme wird auch bei syndizierten Finanzierungen durch Venture Capital Gesellschaften mit Privatinvestoren verzeichnet. Dort hat sich der Wert von 0,1 Prozent im Zeitraum 2009-2012 auf 0,5 Prozent im Zeitraum 2015-2018 erhöht.

⁵ In der Regel legen Venture Capital Gesellschaften neue Fonds in der Rechtsform der Kommanditgesellschaft an. Komplementär dieser Gesellschaft ist die Venture Capital Gesellschaft, die den Fonds verwaltet. Die Partner der Venture Capital Gesellschaft investieren in der Regel einen Teil ihres privaten Vermögens in den Fonds und erhalten darüber hinaus eine Verwaltungsgebühr von ca. 2 Prozent des Fondsvolumens von anderen Anteilseignern. Zudem erhält die Venture Capital Gesellschaft eine erfolgsabhängige Gewinnbeteiligung („Carried Interest“), die ausbezahlt wird, sobald die Kommanditisten der Gesellschaft ihr eingesetztes Kapital zurückerhalten haben.

Tabelle 3: Anzahl und Anteil der Unternehmen, an denen seit Gründung eine Venture Capital Gesellschaft beteiligt ist, Gründungskohorten 2009-2012 und 2015-2018

Branche	Venture Capital		Venture Capital & Privatinvestor	
	2009-2012	2015-2018	2009-2012	2015-2018
STW	100 3,6%	120 5,1%	30 1,0%	60 2,4%
HTW	90 2,6%	180 6,7%	40 1,0%	130 4,7%
TDL	400 1,4%	510 2,1%	120 0,4%	247 1,0%
Software	270 2,3%	730 7,2%	150 1,2%	452 4,5%
Hightech	860 1,9%	1.540 3,9%	340 0,7%	884 2,2%
Nicht-Hightech	1.170 0,2%	2.870 0,6%	450 0,1%	1.519 0,3%
Gesamt	2.030 0,4%	4.410 0,9%	790 0,1%	2403 0,5%

Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Der Anteil von Gründungen der hier untersuchten Jahrgänge, die sowohl von Venture Capital Gesellschaften als auch von Privatinvestoren finanzielle Mittel erhalten haben, ist in allen betrachteten Branchengruppen sehr gering. Es kann somit davon ausgegangen werden, dass Venture Capital- und Privatinvestorenfinanzierung eher substitutiv als komplementär sind.

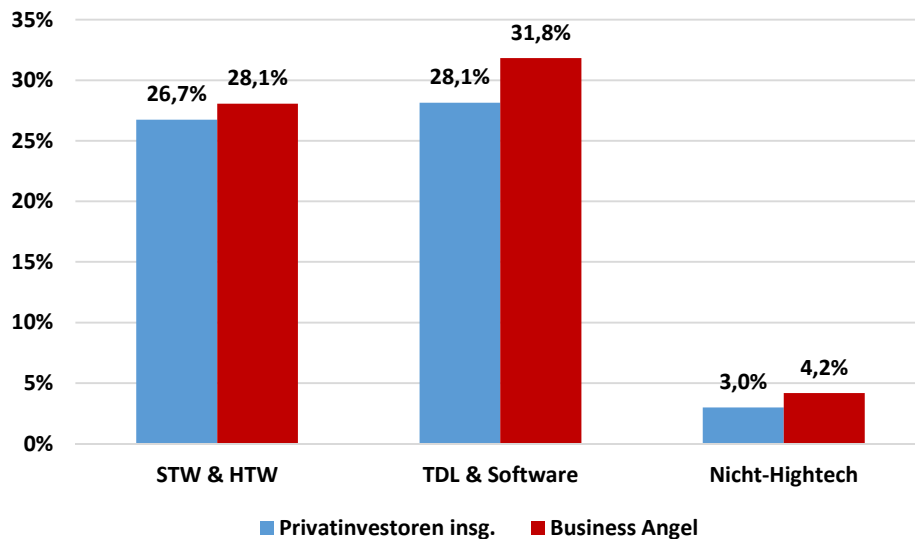
2.5 Inanspruchnahme von INVEST

In diesem Abschnitt wird die Bedeutung des öffentlichen Förderprogramms INVEST für die Finanzierung junger, innovativer Unternehmen dargestellt. INVEST, ein Förderprogramm des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie, richtet sich an Privatinvestoren (natürliche Personen oder Business-Angel-Gesellschaft), die sich an kleinen, jungen und innovativen Unternehmen beteiligen.

Die Förderempfänger erhalten einen Zuschuss bei Erwerb von Unternehmensanteilen in Höhe von 20 Prozent der investierten Summe. Ferner werden Steuern auf Gewinne bei der Veräußerung der erworbenen Anteile mit dem Exitzuschuss für natürliche Personen pauschal erstattet. Der Exitzuschuss beträgt 25 Prozent des Veräußerungsgewinns. Anteile können sowohl offen als im Handelsregister eingetragener Eigentumsanteil als auch über ein Wandeldarlehen erworben werden.

Mit einem Anteil von 6 Prozent unter den privatinvestorenfinanzierten Unternehmen hat das INVEST-Programm eine insgesamt geringe quantitative Bedeutung für die Finanzierung junger Unternehmen. Es muss jedoch bedacht werden, dass nur Privatinvestoren von innovativen Unternehmensgründungen gefördert werden. Der Bezugspunkt des Programms ist daher eher im Hightech-Sektor der deutschen Wirtschaft zu verorten. Es können aber auch Förderzuschüsse für Unternehmensbeteiligungen in den Nicht-Hightech-Branchen akquiriert werden, wenn diese Unternehmen ihre Innovativität nachweisen können. So liegt der Anteil INVEST-geförderter Unternehmen in den forschungs- und wissensintensiven Wirtschaftszweigen deutlich höher als in anderen (Abbildung 7). In Unternehmen der Spitzen- und höherwertigen Technologie des Verarbeitenden Gewerbes und technologieorientierten Dienstleistern und Softwareentwicklern werden rund 27 bzw. 28 Prozent der Unternehmen indirekt durch INVEST gefördert, weil ihre Privatinvestoren den INVEST-Zuschuss für diese Investition erhalten haben. Betrachtet man nur die Business Angel finanzierten Unternehmen, liegen die Anteile etwas höher. In den Nicht-Hightech-Branchen liegen die Unternehmensanteile mit einer INVEST-Förderung dagegen bei nur 3 bzw. 4 Prozent.

Abbildung 7: Anteil durch Privatinvestoren finanziert Unternehmen mit INVEST-geförderten Privatinvestoren nach Branchengruppen, Gründungskohorten 2015-2018



Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Die stärkere Fokussierung von INVEST-geförderten Investoren auf innovative Unternehmen unterstreicht auch ein Blick auf die tatsächlichen Innovationsaktivitäten des Berichtsjahres 2018. Tabelle 4 gibt einen Überblick über die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung (FuE) im Durchschnitt der Unternehmen der Gründungskohorten 2015-2018 sowie die Anteile von Unternehmen, die eine Marktneuheit entwickelt und eingeführt haben. Gibt der Durchschnitt der bis zu vier Jahre alten Unternehmen rund 50.000 Euro für FuE aus, so wird für Unternehmen mit einer Privatinvestorenfinanzierung mit 117.000 Euro bereits eine mehr als doppelt so große Summe beobachtet. INVEST-geförderte Unternehmen investierten 2018 im Mittel sogar 214.000 Euro. Ein analoges Bild ergibt sich für Unternehmen mit Marktneuheiten. Insgesamt sind 8 Prozent der Gründungen 2015-2018 als Marktinnovatoren einzustufen, fast ein Fünftel der Unternehmen mit Privatinvestorenfinanzierung sind in diese Innovatoren-Kategorie einzuordnen. Bei durch INVEST geförderten Unternehmen liegt dieser Anteil nochmals deutlich höher bei 30 Prozent.

Tabelle 4: Innovationsaktivitäten, Gründungskohorten 2015-2018

	Unternehmen insg.	mit Privatinves- torenfinanzie- rung	mit INVEST-För- derung
durchschnittliche FuE-Aufwendun- gen 2018	50.000 €	117.000 €	214.000 €
Anteil Unterneh- men mit Markt- neuheiten 2018	8%	19%	30%

Anmerkung: Durchschnittliche FuE-Aufwendungen sind ohne das 99%-Perzentil der Verteilung berechnet.

Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

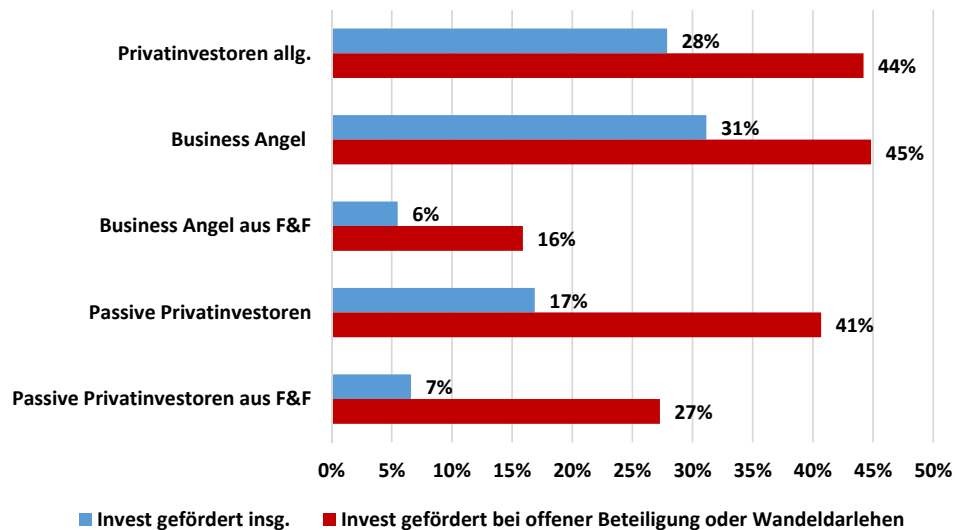
Da nur Privatinvestoren von innovativen Unternehmen einen INVEST-Förderzuschuss erhalten können, und demnach die Bedeutung von INVEST für den Nicht-Hightech-Sektor gering ist, werden im Folgenden Analyseergebnisse ausschließlich für den Hightech-Sektor gezeigt.

Abbildung 8 zeigt die jeweiligen Anteile der Unternehmensgruppen mit einer INVEST-Förderung. Bei gut 28 Prozent der von einem Privatinvestor finanzierten Hightech-Unternehmen (1.430 Unternehmen) wurde mindestens einer dieser Privatinvestoren durch das Förderprogramm INVEST bezuschusst.⁶ Betrachtet man nur die Untergruppe der von einem Business Angel finanzierten Unternehmen, liegt dieser Anteil leicht höher bei 31 Prozent. Investoren aus dem engeren Familienkreis eines Unternehmensgründers sind im Grunde nicht förderfähig, daher ist der Anteil (indirekt) durch INVEST geförderter Unternehmen mit Business Angels oder passiven Privatinvestoren aus dem Freundes- und Verwandtenkreis mit 6 und 7 Prozent recht klein.⁷ Auch in der Gruppe mit nur passiv unterstützenden Privatinvestoren finden sich mit 17 Prozent unterdurchschnittlich wenige INVEST-Geförderte.

⁶ Bei rund einem Viertel der Hightech-Unternehmen mit einer INVEST-geförderten Privatinvestorenfinanzierung investierten die INVEST-geförderten Privatinvestoren gemeinsam mit einem öffentlichen Wagniskapitalfonds.

⁷ Nahestehende Verwandte der Unternehmensgründer sind nicht INVEST-förderfähig.

Abbildung 8: Anteil durch Privatinvestoren finanziert Hightech-Unternehmen mit INVEST-geförderten Privatinvestoren nach Investorentypen, Gründungskohorten 2015-2018



Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

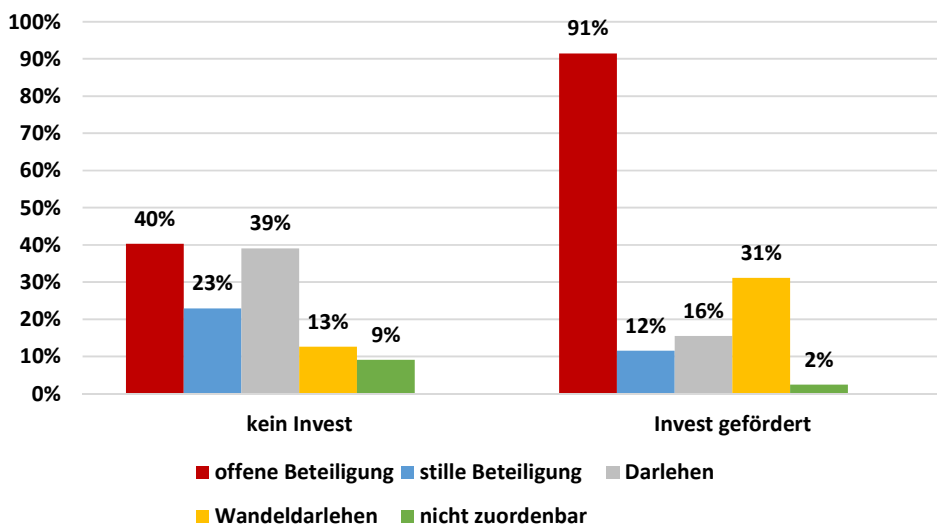
Lesehilfe: 28% der Hightech-Unternehmen der Gründungskohorten 2015-2018, die finanzielle Mittel von einem Privatinvestor erhalten haben, haben mindestens einen Privatinvestor, der über das Förderprogramm INVEST gefördert wurde. Restringiert man die Bezugsgruppe auf solche Unternehmen, bei denen Privatinvestoren offene Beteiligungen halten oder Wandeldarlehen vergeben haben, steigt der Anteil auf 44%.

Die quantitative Bedeutung von INVEST steigt jedoch, wenn man die Untersuchungsgruppe auf solche Unternehmen einschränkt, die finanzielle Mittel von Privatinvestoren in Form von offenen Beteiligungen oder Wandeldarlehen bekommen haben. Denn nur diese Finanzierungsformen sind förderfähig durch INVEST. Bei 44 Prozent dieser Unternehmen haben ihre Privatinvestoren den INVEST-Zuschuss erhalten.

Abbildung 9 verdeutlicht, dass bei 91 Prozent der jungen indirekt INVEST-geförderten Unternehmen über eine offene Eigentumsbeteiligung investiert wurde. Bei 31 Prozent der von INVEST profitierenden Unternehmen wurden finanzielle Mittel über Wandeldarlehen ausgegeben. In der gleichen Gruppe von Unternehmen sind auch weitere nicht-INVEST-förderfähige Beteiligungsformen durch Privatinvestoren – stille Beteiligungen und Darlehen – zu beobachten (12 und

16 Prozent). Die Anteile sind aber deutlich geringer und sind wohl eher auf andere, nicht durch INVEST geförderte Privatinvestoren, die sich auch in den besagten jungen Unternehmen engagieren, zurückzuführen.

Abbildung 9: Anteil Hightech-Unternehmen mit einer Privatinvestorenfinanzierung nach Finanzierungsarten und INVEST-Förderung, Gründungskohorten 2015-2018



Anmerkung: Die Anteilswerte addieren sich nicht zu 100%, weil mehrere Finanzierungsarten pro Unternehmen angegeben werden können.

Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Lesehilfe: 91% der Unternehmen mit einem INVEST-geförderten Privatinvestor erhielten finanziellen Mittel als offene Beteiligung.

Eine andere Struktur ist bei Unternehmen zu beobachten, deren Privatinvestoren nicht INVEST-gefördert sind. Fast 40 Prozent dieser Unternehmen erhielten Finanzmittel von ihren Privatinvestoren in Form von Darlehen. Diese Finanzierungsmethode wäre nicht förderfähig im Sinne von INVEST gewesen. Weitere 40 Prozent der Hightech-Unternehmen mit einer Privatinvestorenfinanzierung beteiligten ihre Privatinvestoren durch die Abgabe von Eigenkapitalanteilen.

Hightech-Unternehmen der Gründungsjahrgänge 2015-2018 erhalten im Durchschnitt ein insgesamt höheres Finanzierungsvolumen durch ihre Privatinvestoren, wenn ein INVEST-geförderter Investor dabei ist: Die Finanzierungssumme beträgt in diesem Fall im Unternehmensdurchschnitt 998 Tsd. Euro

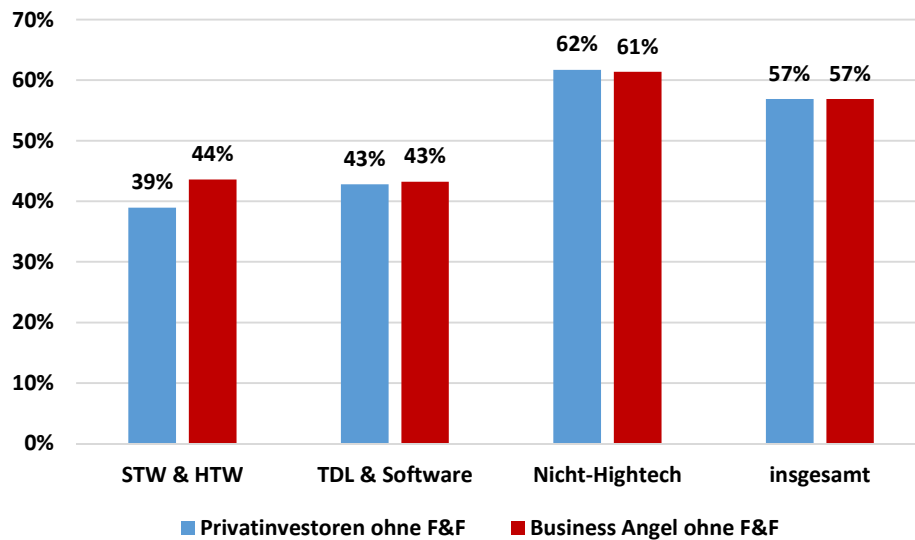
(Median: 700 Tsd. Euro), bei Hightech-Unternehmen ohne INVEST-Investor beträgt die Durchschnittssumme der Privatinvestorenfinanzierung 838 Tsd. Euro (Median: 200 Tsd. Euro). Bei der Berechnung dieser Durchschnittswerte wurden jeweils Finanzmittel von Freunden und Verwandten außen vor gelassen.

2.6 Profile der Privatinvestoren

Investitionszeitpunkt

Bei mehr als 60 Prozent der jungen privatinvestorenfinanzierten Unternehmen der Gründungsjahrgänge 2015-2018 engagieren sich die Privatinvestoren bereits im Gründungsjahr. Weil nur bei Privatinvestoren, die nicht aus dem Freundes- und Familienkreis stammen, von einer professionellen strategischen Entscheidung auszugehen ist, werden in der folgenden Abbildung 10 nur solche Unternehmensanteile dargestellt, die sich auf professionelle Privatinvestoren beziehen. Insgesamt werden also 57 Prozent der Unternehmen mit professionellen Privatinvestoren bereits in der Gründungsphase durch Privatinvestoren unterstützt. Im Hightech-Bereich erfolgt der Einstieg im Durchschnitt später. Ein Unterschied zwischen Business Angel und Privatinvestoren insgesamt ist lediglich in der Spitzen- und höherwertigen Technik des verarbeitenden Gewerbes auszumachen, hier engagieren sich Business Angel mit einem höheren Anteil bereits im Gründungsjahr.

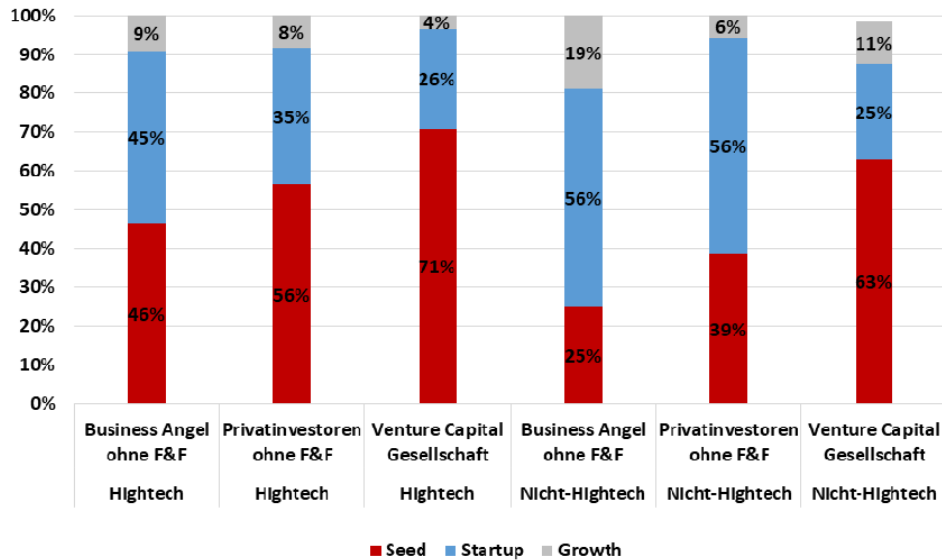
Abbildung 10: Anteil Einstieg im Gründungsjahr, Gründungskohorten 2015-2018



Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Betrachtet man den Einstiegszeitpunkt bezogen auf die Entwicklungsphase der Unternehmen, so relativiert sich dieses Bild. Unternehmen aus der Hightech Branche erhalten ihre erste Finanzierungsrunde häufig bevor ein marktfähiges Produkt existiert (Seed Phase). Von den Unternehmen in den Hightech-Branchen, die durch Business Angel finanziert werden, erhalten 46 Prozent ihre erste Finanzierungsrunde bevor ihre Produkte bzw. Dienstleistungen Marktreife erreicht haben, bei den Privatinvestoren sind es sogar 56 Prozent und bei den Wagniskapitalgesellschaften 71 Prozent. Bei den Unternehmen aus den Nicht-Hightech-Branchen erfolgt der Einstieg meist, wenn das Unternehmen bereits ein marktreifes Produkt oder eine Dienstleistung vorweisen kann und bereits erste Umsätze generiert (Start-up Phase). Anders ist dies bei Nicht-Hightech-Unternehmen, die durch Venture Capital Gesellschaften finanziert werden. Dort erfolgt der Einstieg des Investors meist bereits vor der Marktreife (63 Prozent). Insgesamt zeigt sich, dass sehr wenige Unternehmen ihr erstes Investment in der Wachstumsphase erhalten (Growth Phase).

Abbildung 11: Unternehmensanteil nach Entwicklungsphase bei erstem Investment durch Investorentyp, Gründungskohorten 2015-2018



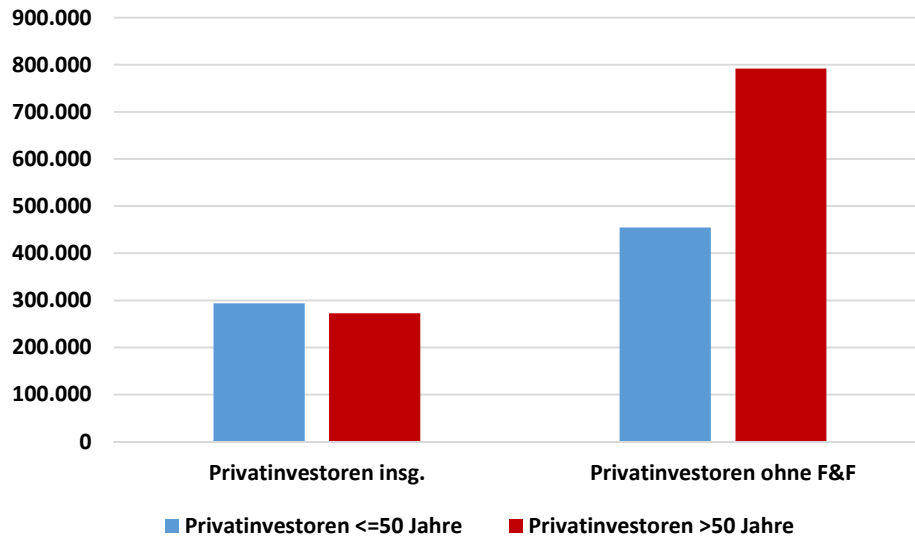
Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Alter der Privatinvestoren

Die Privatinvestoren, die in Unternehmen der Gründungskohorten 2015-2018 investiert haben, sind im Durchschnitt 52 Jahre und im Median der Verteilung 50 Jahre alt. In der Stichprobe der diesjährigen Befragungsrunde sind der jüngste Privatinvestor 19 und der älteste 86 Jahre alt.

Vergleicht man die Finanzierungssummen, die Privatinvestoren den Unternehmen zur Verfügung gestellt haben, sind insgesamt nur geringe Unterschiede zwischen Privatinvestoren unterschiedlichen Alters zu erkennen. Abbildung 12 stellt die Mittelwerte der Finanzierungsvolumina getrennt für die Altersgruppen der Privatinvestoren dar (vgl. dazu auch Abschnitt 3).

Abbildung 12: Mittelwerte (in Euro) des durch Privatinvestoren zur Verfügung gestellten Kapitals nach Alter der Privatinvestoren, Gründungskohorten 2015-2018



Anmerkung: Werte sind ohne das 99%-Perzentil der Verteilungen berechnet.

Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Demnach erhielten Unternehmen, deren Privatinvestoren im Mittel bis zu 50 Jahre (Median) alt sind, im Durchschnitt einen Betrag von rund 294.000 Euro. Im Mittel der Unternehmen gaben ältere Investoren rund 273.000 Euro aus. Anders verhält sich die Relation zwischen jüngeren und älteren Privatinvestoren, wenn man die Bezugsgruppe auf solche Unternehmen einschränkt, die ausschließlich von professionellen Privatinvestoren, also nicht aus dem Verwandten- oder Freundeskreis stammende, finanzielle Mittel erhielten. Die älteren Investoren(gruppen) investierten einen im Durchschnitt der Unternehmen höheren Betrag (792.000 Euro versus 454.000 Euro). Dieses Ergebnis verdeutlicht, dass mit dem Alter der professionellen Privatinvestoren auch deren Vermögen bzw. den jungen Unternehmen zur Verfügung stehenden Finanzmittel steigen, Freunde und Verwandte können im Mittel nicht in dem Ausmaß wie diese Kapital bereitstellen.

Privatinvestorinnen

Im Rahmen dieser Studie wurde auch nach dem Geschlecht der Privatinvestoren gefragt. Bei 71 Prozent der Unternehmen mit einer Privatinvestorenfinanzierung sind ausschließlich männliche Investoren beteiligt, bei 16 Prozent der Unternehmen ausschließlich Frauen, gemischte Investorenteams sind in der Minderheit (Tabelle 5).

Interessant ist die Verteilung von Privatinvestorinnen und Privatinvestoren nach dem Geschlecht der Gründerinnen und Gründer.

Tabelle 5: Verteilung des Geschlechts der Privatinvestoren nach der Zusammensetzung der Gründerteams, Gründungskohorten 2015-2018

Gründer/in- nen(team)	Investoren/innen(team)			Insg.
	nur Männer	gemischt	nur Frauen	
nur Männer	74%	13%	14%	100%
gemischt	82%	9%	9%	100%
nur Frauen	51%	13%	36%	100%
Insgesamt	71%	13%	16%	100%

Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Lesehilfe: Bei 74 % der Unternehmen mit einer Privatinvestorenfinanzierung und ausschließlich männlichen Gründern investierten ausschließlich Männer.

Aufgelistet in Tabelle 5 ist die Zusammensetzung der Privatinvestoren nach ihrem Geschlecht, getrennt nach der Art des Gründer- bzw. Gründerinnenteams.⁸ Bei 74 Prozent der Unternehmen, die ausschließlich von einem oder mehreren Männern gegründet wurden, sind auch die Privatinvestoren ausschließlich Männer, ausschließlich Frauen finden sich nur bei 14 Prozent dieser Unternehmen. In gemischt geschlechtlichen Gründerteams ist die Verteilung noch weiter in Richtung männlicher Investorenteams verschoben. Für Gründungen von

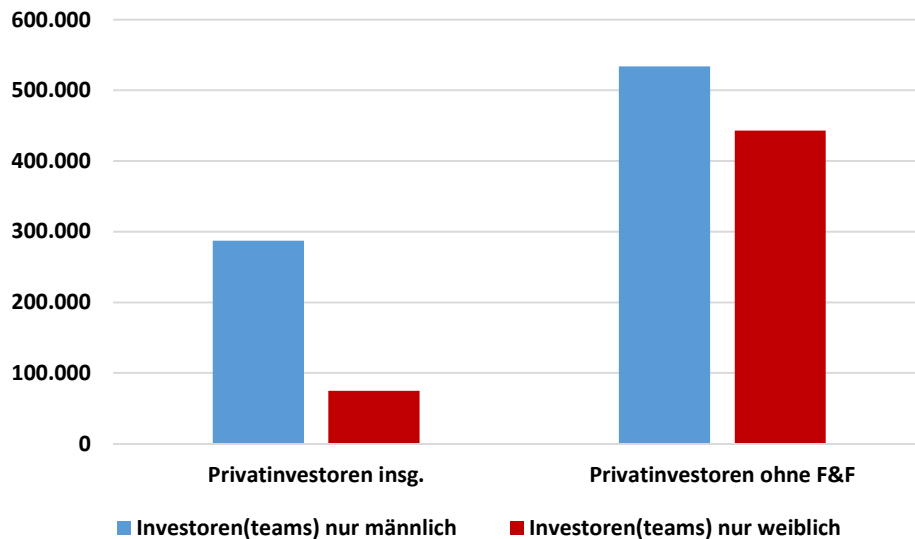
⁸ 78 Prozent der Unternehmen mit einer Privatinvestorenfinanzierung wurden ausschließlich von Männern gegründet, 14% ausschließlich von Frauen. Das entspricht der Geschlechterverteilung für alle Gründungen der Jahre 2015-2018.

Frauen hat zwar auch die Hälfte der Unternehmen nur männliche Privatinvestoren, aber auch 36 Prozent und damit überproportional viele Investorinnenteams. Auch verteilen Investorinnen ihr eingesetztes Kapital anders, als dies Männern tun. Während 80 Prozent der Unternehmen mit männlichen Privatinvestoren Investments in Männergründungen sind, sind 31 Prozent der Unternehmen mit Privatinvestorinnen Frauengründungen. Insgesamt stellt diese Kombination aus Investorinnen und Gründerinnen aber nur 5 Prozent aller Unternehmen mit Privatinvestorenfinanzierung, das männliche Pendant dagegen 57 Prozent.

Gründerinnen profitieren offenbar davon, dass auch Frauen als Wagniskapitalinvestorinnen auftreten. Es stellt sich die Frage, ob Gründungen von Frauen Privatinvestoren gefunden hätten, gäbe es nicht diese weiblichen Kapitalgeber. Und würden Frauen eher oder mehr Wagniskapital akquirieren, gäbe es mehr Investorinnen?

Den jungen Unternehmen der Kohorten 2015-2018 im Durchschnitt zur Verfügung gestellten Finanzmittel differieren zwischen Unternehmen mit Privatinvestorinnen auf der einen und Privatinvestoren auf der anderen Seite (Abbildung 13). Über alle Unternehmen mit Privatinvestoren gemittelt, gaben ausschließlich männliche Investoren rund 287.000 Euro für junge Unternehmen aus, Privatinvestorinnen nur etwa 75.000 Euro im Mittel pro Unternehmen.

Abbildung 13: Mittelwerte (in Euro) des durch Privatinvestoren zur Verfügung gestellten Kapitals nach Geschlecht der Privatinvestoren, Gründungskohorten 2015-2018



Anmerkung: Werte sind ohne das 99%-Perzentil der Verteilungen berechnet.

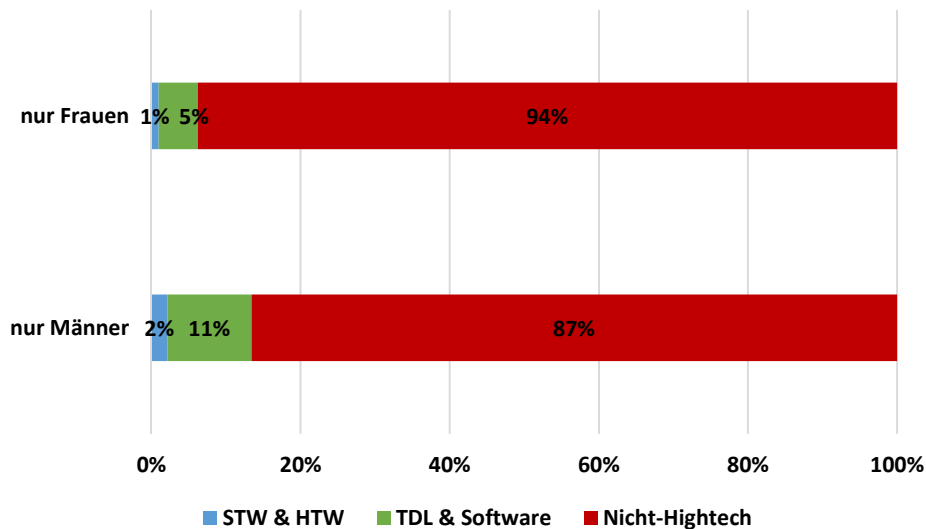
Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Wenn man alle Unternehmen, denen Investitionen durch Freunde und Verwandte zuteilwurden, nicht in die Berechnung einbezieht, liegen die durchschnittlichen Finanzierungssummen deutlich höher, die Niveauunterschiede zwischen männlichen und weiblichen Investorengruppen bleiben indes bestehen. Diese Lücke, die zwischen den Geschlechtern besteht, spiegelt die allgemeine Ungleichverteilung von Einkommen in Deutschland wieder. Laut DIW Wochenbericht (Nr. 43, 2017, Gender Pay Gap) liegt in Deutschland die durchschnittliche Lücke im Brutto-Stundenverdienst zwischen Männern und Frauen bei etwa 21 Prozent und damit weit über dem Durchschnitt der OECD-Länder, der bei 15 Prozent liegt.

Auffallend ist auch die Branchenstruktur von Unternehmen, die durch weibliche bzw. männliche Privatinvestoren finanziert werden. In Abbildung 14 ist zu erkennen, dass sich Frauen mit einem höheren Anteil in Nicht-Hightech-Unternehmen engagieren. Bei technologieorientierten Dienstleistungen und Softwareentwicklern sowie Hightech-Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes

liegen die Anteile von durch Männer unterstützte Unternehmen doppelt so hoch.

Abbildung 14: Branchenverteilung von Unternehmen mit Privatinvestorenfinanzierung nach Geschlecht der Investoren, Gründungskohorten 2015-2018



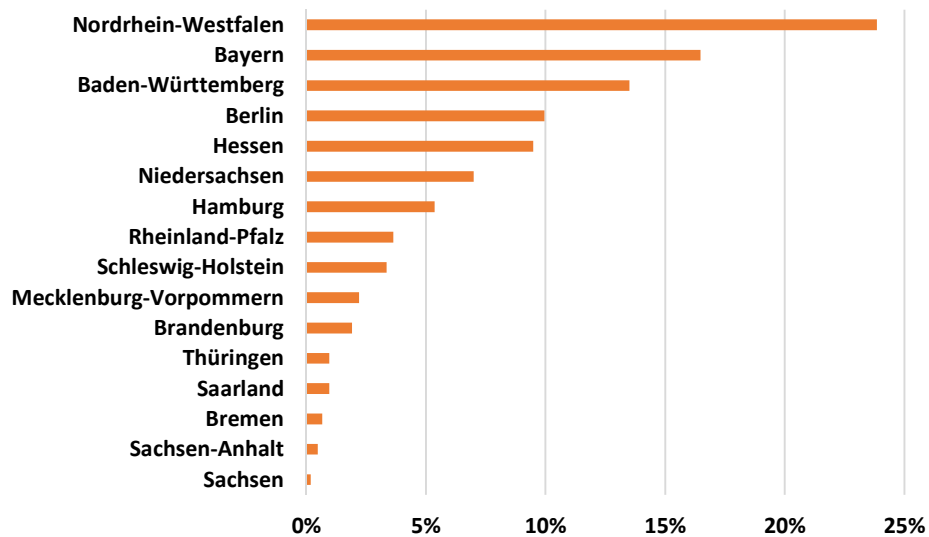
Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Wohnsitze der Privatinvestoren

Gut 1.300 Privatinvestoren, die in Unternehmen der Stichprobe der diesjährigen Befragung in Form einer offenen Beteiligung investiert haben, ließen sich über die Beteiligteninformationen in den Daten des Mannheimer Unternehmenspanels (MUP) identifizieren. Davon hat rund ein Viertel einen Wohnsitz in Nordrhein-Westfalen, Schwerpunkte sind, geordnet nach der Häufigkeit, in Düsseldorf, Köln und Bielefeld auszumachen. Weitere 16 Prozent leben in Bayern, davon etwa zwei Fünftel in München. Rund 14 Prozent haben ihren Lebensstandort in Baden-Württemberg, hervorzuheben sind hier die Städte Freiburg und Karlsruhe. Aus Berlin stammen 10 Prozent der Investoren, die im MUP gefunden wurden. Investoren aus Hessen, das insgesamt einen Beitrag von 10 Prozent aufweist, sind wenig überraschend häufig in Frankfurt am Main angesiedelt. Niedersachsen, hier vielfach Hannover, und Hamburg, haben Anteile von

7 und 5 Prozent. Schlusslichter sind die neuen Bundesländer (ohne Berlin), das Saarland sowie Bremen.

Abbildung 15: Verteilung der Wohnsitze der Privatinvestoren mit offener Beteiligung laut MUP, Gründungskohorten 2015-2018



Anmerkung: Werte addieren sich zu 100%.

Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019 und Mannheimer Unternehmenspanel (MUP)

3 Finanzierungsbetrag von Privatinvestoren und Business Angels

Die Verteilungen der Finanzierungsbeträge, die von Business Angels und passiven Privatinvestoren in junge Unternehmen investiert werden, sind deutlich rechtsschief, d.h. viele Investoren investieren einen kleinen Betrag bis zu 50.000 Euro, es sind aber auch sehr hohe Investitionssummen zu beobachten, die 600.000 Euro und mehr umfassen (Tabelle 6).

Tabelle 6: Summe (in Euro) des durch Privatinvestoren pro Unternehmen zur Verfügung gestellten Kapitals, Gründungskohorten 2015-2018, z.T. 2009-2012

	Mittelwert	Median	10%-Perzentil	90%-Perzentil
Business Angel				
Hightech	781.000	300.000	25.000	2.500.000
2009-2012	114.000	25.000	4.000	300.000
Nicht-Hightech	284.000	42.500	10.000	600.000
2009-2012	100.000	40.000	4.000	350.000
Gesamt	358.000	50.000	12.000	700.000
2009-2012	101.000	30.000	4.000	350.000
Business Angel aus F&F				
Hightech	341.000	75.000	12.500	1.000.000
Nicht-Hightech	150.000	30.000	7.000	200.000
Gesamt	162.000	30.000	7.000	300.000
Passiver Privatinvestor				
Hightech	531.000	100.000	15.000	1.500.000
2009-2012	74.000	20.000	6.000	60.000
Nicht-Hightech	66.000	30.000	8.000	200.000
2009-2012	43.000	22.000	5.000	100.000
Gesamt	120.000	35.000	8.000	200.000
2009-2012	45.000	22.000	5.000	100.000
Passiver Privatinvestor aus F&F				
Hightech	374.000	50.000	10.000	300.000
Nicht-Hightech	51.000	30.000	8.000	100.000
Gesamt	76.000	30.000	8.000	200.000
Privatinvestoren insg.				
Hightech	722.000	200.000	25.000	2.200.000
2009-2012	102.000	25.000	5.000	250.000

Nicht-Hightech	220.000	40.000	10.000	400.000
2009-2012	81.000	25.000	4.000	300.000
Gesamt	290.000	50.000	10.000	600.000
2009-2012	83.000	25.000	4.000	300.000

Anmerkung: Werte sind ohne das 99%-Perzentil der Verteilungen berechnet.

Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Es wird deutlich, dass das Investitionsvolumen in den Jahren 2015-2018 gegenüber dem Zeitraum 2009-2012 stark angestiegen ist. Sowohl die Mittelwerte als auch die Perzentile der Verteilungen haben sich erhöht. In den Jahren 2009-2012 wurden von Privatinvestoren in die bis zu vier Jahre alten Unternehmen im Durchschnitt 83.000 Euro investiert, dieser Wert hat sich für die Gründungskohorten 2015-2018 mehr als verdreifacht und liegt nun bei rund 290.000 Euro. Auch im unteren Bereich der Verteilung der Investitionssummen sind die Niveaus der Finanzierungssummen gestiegen. War 2012 der Medianwert noch 25.000 Euro, ist er jüngst doppelt so hoch. Es sind also sowohl die Anzahl der jungen Unternehmen mit einer Privatinvestorenfinanzierung (vgl. Abschnitt 2.2) als auch die Finanzierungsvolumina erheblich gewachsen im Vergleich zum Anfang des Jahrzehnts.

Es sind Unterschiede zwischen den verschiedenen hier betrachteten Typen von Privatinvestoren auszumachen. Von Business Angels finanzierte Unternehmen verzeichnen sowohl im Durchschnitt als auch in weiteren Perzentilen der Verteilung einen höheren Investitionsbeitrag als von passiven Privatinvestoren finanzierte (Durschnitt 2015-2018: 358.000 Euro versus 120.000 Euro). Innerhalb der Gruppen gibt es signifikante Differenzen zwischen Hightech- und Nicht-Hightech-Unternehmen. Die größten Summen fließen in junge forschungs- und wissensintensive Gründungen. Die gestiegenen Unternehmenszahlen bei der Privatinvestorenfinanzierung sind ebenfalls auf die Entwicklung im Hightech-Sektor zurückzuführen (vgl. Abschnitt 2.2). Somit wird wieder deutlich, dass sich das Engagement von Privatinvestoren auf innovative Unternehmen fokussiert. Für Business Angel als auch passive Privatinvestoren, die sich aus dem Familien- oder Freundeskreis rekrutierten, gilt überdies, dass sie eher weniger finanzielle Mittel bereitstellen als professionelle Privatinvestoren.

3.1 Finanzierung durch Venture Capital Gesellschaften im Vergleich

Der Vergleich mit der Höhe der Investitionssummen von Venture Capital Gesellschaften in junge Unternehmen zeigt, dass diese im Durchschnitt zwar auf einem höheren Niveau als Privatinvestoren Finanzmittel bereitstellen (Durchschnitt 2015-2018: 592.000 Euro versus 290.000 Euro, vgl. Tabelle 6 und Tabelle 7). Dieser Niveauunterschied ist jedoch gegenüber dem früheren Untersuchungszeitraum 2009-2012 geschrumpft, weil die durchschnittlichen Finanzvolumina des durch VC-Gesellschaften zur Verfügung gestellten Kapitals, insbesondere im Nicht-Hightech-Bereich, zurückgegangen sind (2009-2012: 1.143.000 Euro, 2015-2018: 592.000 Euro),

Tabelle 7: Summe (in Euro) des durch VC-Gesellschaften pro Unternehmen zur Verfügung gestellten Kapitals, Gründungskohorten 2015-2018, 2009-2012

	Mittelwert	Median	10%-Perzentil	90%-Perzentil
Venture Capital				
Hightech	940.000	600.000	70.000	3.000.000
2009-2012	1.023.000	350.000	20.000	5.000.000
Nicht-Hightech	350.000	400.000	20.000	700.000
2009-2012	1.266.000	800.000	6.000	2.000.000
Gesamt	592.000	500.000	20.000	1.000.000
2009-2012	1.143.000	400.000	14.000	2.000.000

Anmerkung: Werte sind ohne das 99%-Perzentil der Verteilungen berechnet.

Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Für den Median und die hier dargestellten Ränder der Verteilungen der Finanzmittel wird dennoch nachdrücklich klar, dass die Werte höher liegen als die für Privatinvestoren. Letztere investieren eher kleinere bis mittlere Summen, während die ganz großen Investments, wohl auch aus Gründen der besseren Möglichkeiten für eine Risikodiversifikation, von Gesellschaften oder Fonds durch Venture Capital abgedeckt werden.

Aber auch die Investitionstätigkeit von VC-Gesellschaften bei jungen Unternehmen ist seit 2012 angewachsen: Laut Tabelle 3 verdoppelte sich zwischen den beiden Beobachtungszeiträumen die Anzahl der Unternehmen, an denen seit Gründung eine VC-Gesellschaft beteiligt sind. Diese Zahl liegt mit 4.400 deutlich unter der Zahl der Unternehmen mit einer Privatinvestoren- bzw. Business-Angel-Beteiligung (insgesamt 38.000 bzw. 28.000, Tabelle 2).

Diese größere Anzahl der Unternehmen führt dazu, dass trotz der im Mittel kleineren Investitionen durch die Privatinvestoren im Vergleich zu den Venture-Capital-Investitionen das gesamte Finanzierungsvolumen, das im Durchschnitt der Jahre 2015 bis 2018 von Privatinvestoren in junge Unternehmen investiert wurde, mit rund 2.779 Mio. Euro deutlich größer war als das von Venture-Capital-Gebern investierte (613 Mio. Euro., Tabelle 8). Aufgrund der im Durchschnitt gestiegenen Investitionssummen pro Unternehmen haben auch die jährlichen Gesamtsummen der Privatinvestorenbeteiligungen in den Jahren 2015-2018 nachdrücklich zugenommen.

Tabelle 8: Gesamtsumme (in Mio. Euro) des durch Privatinvestoren und Venture Capital Gesellschaften zur Verfügung gestellten Kapitals im Durchschnitt der Jahre 2009-2012 sowie 2015-2018, Gründungskohorten 2009-2012 sowie 2015-2018

	Business Angel		Passive Privatinv.		Venture Capital	
	2009 - 2012	2015-2018	2009 - 2012	2015-2018	2009 - 2012	2015-2018
Hightech	66,7	765,4	18,2	159,5	219,9	361,4
Nicht-Hightech	596,6	1.699,9	121,8	154,5	370,3	251,7
Summe	663,3	2.465,3	140,0	314,1	590,3	613,1
	Summe Privatinv.		Summe gesamt			
	2009 - 2012	2015 - 2018	2009 - 2012	2015-2018		
Hightech	84,9	924,9	304,8	1.286,3		
Nicht-Hightech	718,4	1.854,4	1.088,7	2.106,1		
Summe	803,3	2.779,4	1.393,6	3.392,5		

Anmerkung: Werte sind ohne das 99%-Perzentil der Verteilungen berechnet.
Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

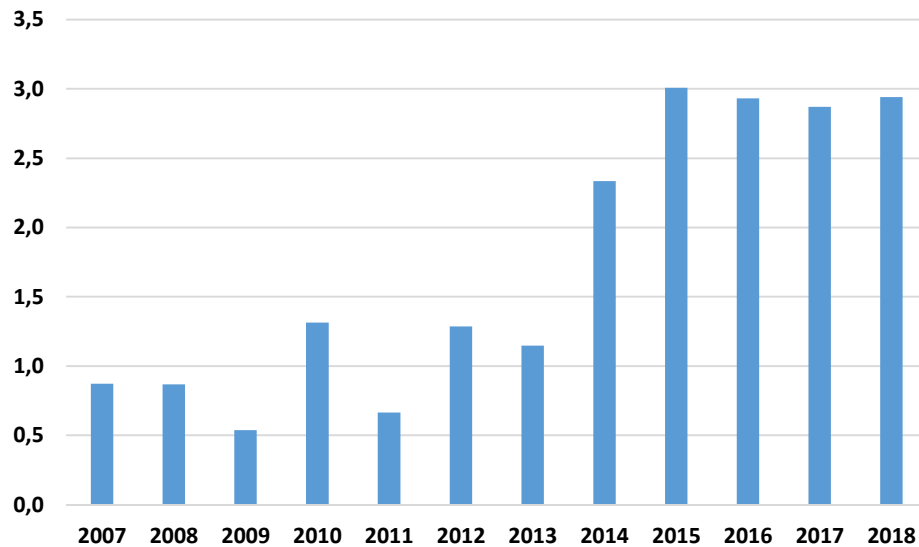
Insgesamt wurden Unternehmen der Gründungskohorten 2015-2018 jährlich Kapital in Höhe von rund 3,4 Mrd. Euro zur Verfügung gestellt. Passive Privatinvestoren haben daran einen Anteil von 9 Prozent.

Exkurs:

Die Entwicklung der Wagniskapitalvolumina, die sich aus den Hochrechnungen des IAB/ZEW Gründungspanels ergeben, spiegelt sich auch in den Transaktionsdaten des ZEW wider (vgl. Abbildung 16). In den Jahren 2014/15 vollzog sich ein sprunghafter Anstieg der Wagniskapitaltransaktionen, die seither auf konstant hohem Niveau bei ca. 3 Mrd. Euro pro Jahr liegen (vgl. dazu auch Abbildung 2). Die Werte in Abbildung 16 beziehen sich auf die in der Transaktionsdatenbank des ZEW verzeichneten Finanztransaktionen von Wagniskapitalgebern, auch die in nicht mehr junge Unternehmen⁹. In dieser Datenbank sind lediglich die öffentlich bekannt gegebenen Transaktionen registriert und bilden somit nur einen Ausschnitt aus der Grundgesamtheit. Auch wenn die aggregierten Zahlen nicht exakt vergleichbar sind, so lässt sich doch im zeitlichen Verlauf erkennen, dass beide Datenquellen unabhängig voneinander die gleiche Dynamik des deutschen Wagniskapitalmarktes zeigen.

⁹ Der Anteil von bis zu vier Jahre alten Unternehmen liegt bei den Zahlen, die Abbildung 16 zugrunde liegen, bei gut 80 Prozent, höchstens 10 Jahre alt sind 94 Prozent.

Abbildung 16: Wagniskapitalvolumen in Deutschland in Mrd. Euro, keine Einschränkung auf junge Unternehmen



Quelle: Transaktionsdatenbank des ZEW (gespeist aus Zephyr, Bureau van Dijk, und Majunke)

4 Kontakt zwischen Privatinvestoren und Gründern

Im Zusammenhang mit der Wagniskapital-Finanzierung junger innovativer Unternehmen durch Privatinvestoren ist es eine interessante Frage, wie die Unternehmen (bzw. ihre Gründerinnen und Gründer) und Investoren zusammenfinden. Die Problemlage ist dabei in gewisser Weise symmetrisch, deshalb sind Suchaktivitäten sowohl auf Seiten der Unternehmen als auch auf Seiten der Investoren zu verzeichnen.

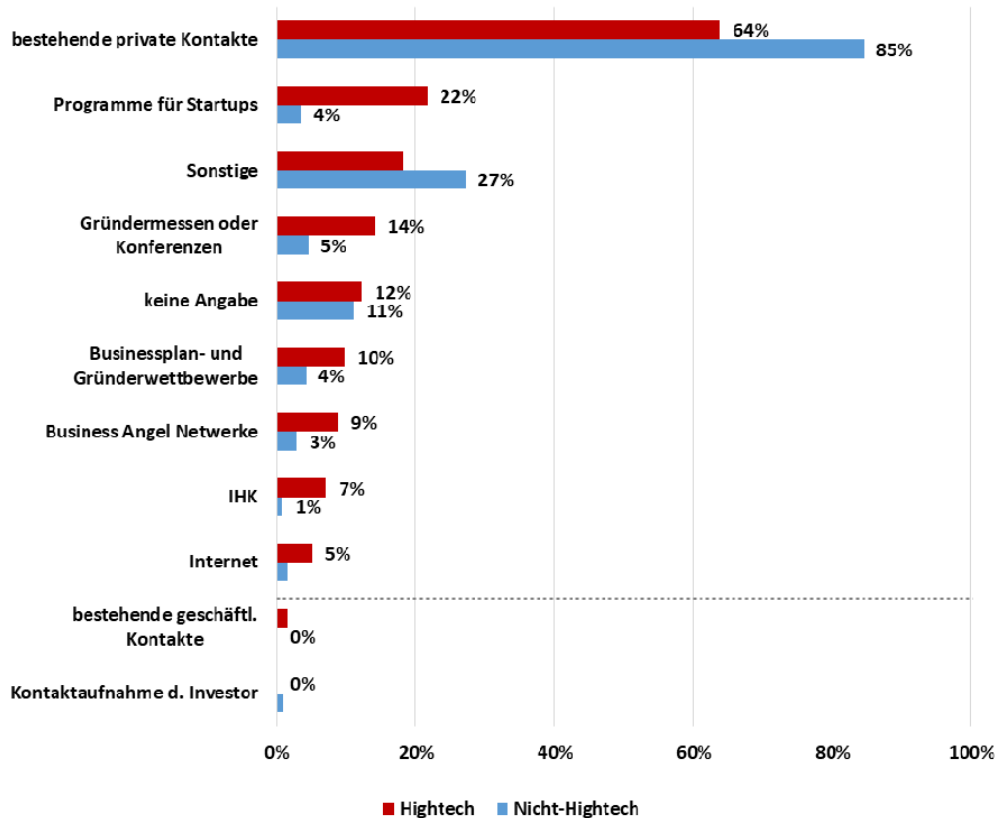
Unternehmen müssen potenzielle Investoren von ihrem Geschäftskonzept überzeugen, von dessen Zukunftstauglichkeit und seinem Wachstumspotenzial. Dabei geht es den Unternehmen häufig nicht allein um eine ausreichende Finanzierung. Ein nicht zu weitgehender Verzicht auf Entscheidungskompetenz, die kompetente Unterstützung des Unternehmens durch die Investoren (siehe dazu Kapitel 5) und natürlich auch eine hinreichend gute persönliche Beziehung von Investoren und Gründern sind dabei wichtige Kriterien.

Investoren orientieren sich bzgl. ihrer Investitionsbereitschaft häufig an ihren Erfahrungen und ihrer beruflichen Expertise. Unternehmen, in die sie investieren und die sie unterstützen, sollten aus Branchen kommen oder Technologien verwenden bzw. anbieten, die ihnen vertraut sind oder deren Risiko sie einschätzen können. Sie suchen nach Unternehmen, deren Geschäftskonzept und deren Wachstumspotenzial sie für hinreichend erfolgversprechend halten, die ihnen eine für sie ausreichende Mitsprache bei Unternehmensentscheidungen einräumen und deren Gründer bzw. Gründerinnen ihnen hinreichend qualifiziert erscheinen. Natürlich ist es auch für die Investoren wichtig, dass keine großen persönlichen Differenzen zu den Gründern bzw. Gründerinnen bestehen.

4.1 Kontaktwege zu Privatinvestoren

In diesem Kapitel wird betrachtet, über welche Kanäle der Kontakt zwischen Unternehmen mit Wagniskapitalbedarf und Privatinvestoren zustande kam. Dabei ist es nicht immer so, dass Kontaktversuche mit dem Ziel, ein Finanzierungs- und unter Umständen auch ein Unterstützungsengagement zu vereinbaren, auch zum Erfolg führen. Die hier dargelegte Betrachtung unterscheidet zwischen solchen Kontakten, die zum „Erfolg“, d.h. einer Investition durch einen Privatinvestor führten und solchen, die ohne „Erfolg“ entweder vom Unternehmen oder vom potenziellen Investor beendet wurden. Bei Kontakten, die zu einer Investition führten, werden die durch Familienangehörige oder Freunde getätigten Privatinvestitionen nicht berücksichtigt, da davon auszugehen ist, dass dieser Kontakt bereits bestand.

Abbildung 17: Wege der Kontakthanbahnung zu Privatinvestoren für Unternehmen mit Privatinvestorenfinanzierung (ohne F&F), Gründungskohorten 2015 - 2018



Anmerkung: Nachträglich eingefügte Kategorien aus der Textfeldanalyse sind hell hervorgehoben.
 Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Wie aus Abbildung 17 deutlich wird, kommt auch für Privatinvestitionen, die nicht aus dem direkten Freundes- oder Familienkreis getätigt werden, den bereits bestehenden privaten Kontakten die weitaus größte Bedeutung zu. 85 Prozent der Unternehmen aus den Nicht-Hightech-Branchen der Gründungsjahrgänge 2015-2018, bei denen sich ein Privatinvestor (mit welcher Finanzierungsform auch immer) engagiert hat, haben bestehende private Kontakte genutzt, um diesen Investor „zu finden“. Von den Privatinvestoren-finanzierten Unternehmen der entsprechenden Gründungsjahrgänge aus den Hightech-Branchen waren es 64 Prozent. Für junge Hightech-Unternehmen sind darüber hinaus

noch Programme für Startups (22 Prozent), Gründermessen bzw. Konferenzen (für 14 Prozent), Businessplan und Gründerwettbewerbe (10 Prozent), Business Angel Netzwerke (9 Prozent) sowie eingeschränkt auch die Kontaktvermittlungen der Industrie- und Handelskammern (7 Prozent) für die Kontakthanbahnung zu den Privatinvestoren von Relevanz. Mit 18 (für Unternehmen der Hightech-Branchen) und 27 Prozent (für Unternehmen aus den Nicht-Hightech-Branchen) sind auch „sonstige Kontaktwege“ bedeutsam, im Durchschnitt immerhin für ein Viertel der höchstens vier Jahre alten Unternehmen, in die eine Privatperson investiert hat.

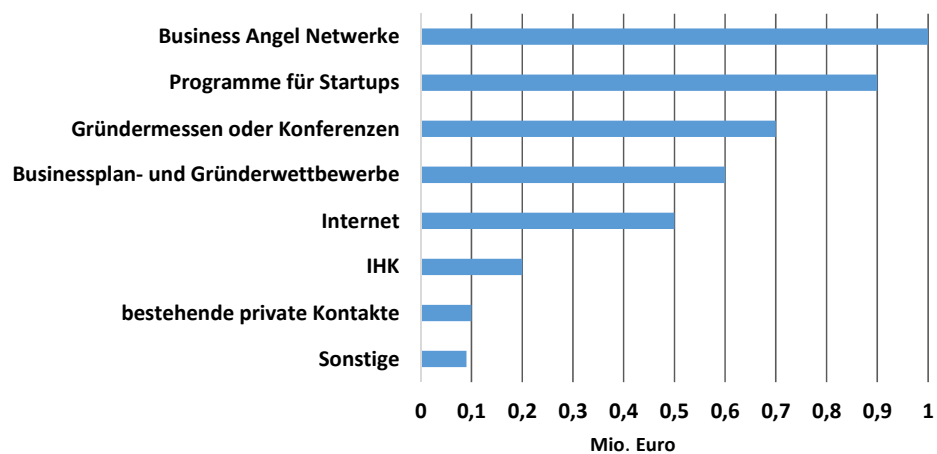
Diese Verteilung darf allerdings nicht dahingehend interpretiert werden, dass es ganz wesentlich auf die bereits bestehenden Kontakte ankommt, wenn Wagniskapital für ein junges Unternehmen akquiriert werden soll und beispielsweise Business-Angel-Netzwerke oder Aktivitäten wie Elevator Pitches (hier unter Programme für Start-ups subsumiert) von geringer Bedeutung seien. Die bestehenden Kontakte kommen zum Tragen, wenn der Bedarf an Wagniskapital relativ klein ist (Abbildung 18).

Der Medianwert¹⁰ des durch bestehende private Kontakte zustande gekommenen Investitionsvolumens von Privatinvestoren liegt bei 100.000 Euro (Mittelwert 605.000 Euro, Investitionshöhen ab 1.500 Euro). Engagements in dieser Höhe sind zu einem großen Teil von einem Risiko in überschaubarer Höhe. Ganz anders sieht es für die Investitionen aus, bei denen der Privatinvestor über Business-Angel-Netzwerke, spezielle Programme für Start-ups, Gründermessen bzw. Konferenzen oder Businessplan- bzw. Gründerwettbewerbe akquiriert wurde. Die höchsten Investitionsvolumina weisen Investitionen auf, für die der Kontaktkanal in einem Business-Angel-Netzwerk bestand. Für diese liegt der Median bei 1 Mio. Euro (Mittelwert 1,1 Mio. Euro, Investitionshöhen ab 50.000 Euro). Lief der Kontakt zwischen Unternehmen und Privatinvestor über Programme für Start-ups (wie beispielsweise Elevator Pitches), dann beträgt die

¹⁰ Für diese Betrachtung werden die Medianwerte herangezogen, nicht die Mittelwerte. Bei dieser Frage kommt es häufig zu Mehrfachnennungen. So können beispielsweise sehr wenige Nennungen bei bestehenden privaten Kontakten von Unternehmen mit sehr hohen Investitionssummen, die auch beispielsweise Business-Angel-Netzwerke angegeben haben, den Mittelwert für das Item private Kontakte stark erhöhen. Der Vergleich würde dadurch verzerrt. Bei der Verwendung der Medianwerte ist diese Fehlerquelle deutlich geringer.

Median-Investitionshöhe 0,9 Mio. Euro (Mittelwert 1 Mio. Euro, Investitionshöhen ab 25.000 Euro), beim Kontaktkanal Gründermessen bzw. Konferenzen liegt der Median bei 0,7 Mio. Euro (Mittelwert ebenfalls 0,7 Mio. Euro, Investitionshöhen ab 10.000 Euro), beim Kontaktkanal Businessplan- bzw. Gründerwettbewerbe haben die Investitionshöhen einen Median von 0,6 Mio. Euro (Mittelwert 0,6 Mio. Euro, Investitionshöhen ab 12.500 Euro).

Abbildung 18: Medianwerte der Investitionsvolumina von Privatinvestoren nach Kontaktkanälen



Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Auch über Internetplattformen werden Kontakte für höhere Investitionssummen geknüpft. In Unternehmen, die mit Privatinvestoren über Internetplattformen o.ä. zusammengekommen sind, haben Privatpersonen Investitionen mit einem Medianwert von 0,5 Mio. Euro getätigt (Mittelwert 0,9 Mio. Euro, Investitionshöhen ab 1.500 Euro). Über den Kontaktkanal Internet kommen auch sehr kleine Investitionen zustande, hier gibt es eine starke Spreizung. Auf Kontaktvermittlung durch die IHKs kommen Investitionen von Privatinvestoren in der Masse in eher kleinem Umfang zustande.

4.2 Kontakt zu potenziellen Privatinvestoren

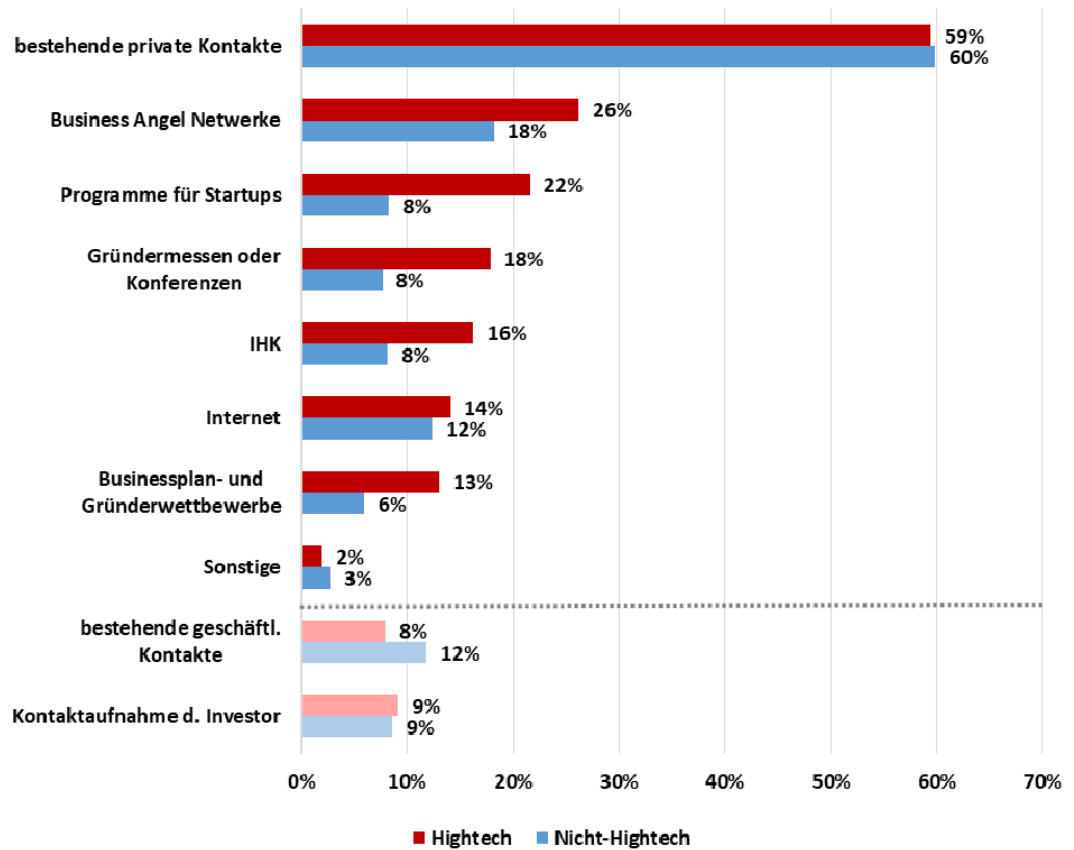
10 Prozent der Unternehmen, die keine Privatinvestorenbeteiligung aufweisen, hatten schon einmal Kontakt zu einem potenziellen Privatinvestor. Das sind aus

den Gründungsjahrgängen 2015-2018, die Ende 2018 noch am Markt aktiv waren, immerhin rund 53.500 Unternehmen, die sich mit einem möglichen Investor über eine mögliche Beteiligung desselben an dem Unternehmen auseinandergesetzt haben. Bei fast zwei Drittel (65 Prozent) dieser Unternehmen haben die Gründerinnen bzw. Gründer entschieden, den Privatinvestor nicht als Beteiligten an dem Unternehmen aufzunehmen, bei 9 Prozent hat sich der potenzielle Privatinvestor dagegen entschieden, bei 12 Prozent kamen beide Verhandlungsparteien zu dem Schluss, kein Investment einzugehen. Bei den übrigen 14 Prozent lief die Verhandlung zum Zeitpunkt der Befragung noch.

Wie Abbildung 19 verdeutlicht, unterscheidet sich die Verteilung der Unternehmen, bei denen keine Beteiligung durch Privatinvestoren zustande kam, auf die verschiedenen Kontaktkanäle doch etwas von der Verteilung für die Unternehmen mit Privatinvestoren (Abbildung 17). Abgesehen von dem Kontaktkanal bestehende private Kontakte verteilen sich die Unternehmen, die schon einmal mit potenziellen Privatinvestoren Kontakt hatten, nach Branchen relativ gleichmäßig auf die verschiedenen Kontaktkanäle. Die Anteile für die Unternehmen aus den Hightech-Branchengruppen sind dabei jeweils höher als der Anteil der Unternehmen aus den nicht zum Hightech-Sektor zählenden Branchen (Ausnahme private Kontakte, hier gibt es kaum Unterschiede).

Über die Größenordnungen der Beteiligungen, die im Rahmen der Kontakte zwischen Unternehmen und Privatinvestoren in Rede standen, ist natürlich nichts bekannt. So muss unbeantwortet bleiben, ob sich die Unternehmen schon anhand ihrer Finanzierungsbedarfe bestimmte Kontaktkanäle wählen, um mit möglichen Investoren Kontakt aufzunehmen.

Abbildung 19: Wege der Kontakthanbahnung zu potenziellen Privatinvestoren für Unternehmen ohne Privatinvestorenfinanzierung, Gründungskohorten 2015 – 2018



Lesehilfe: 60% der Unternehmen aus Nicht-Hightech-Branchen, die mit potenziellen Privatinvestoren bzgl. einer Beteiligung Kontakt hatten, haben diesen im Rahmen bestehender privater Kontakte geknüpft.

Nachträglich eingefügte Kategorien aus der Textfeldanalyse sind hell hervorgehoben.

Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

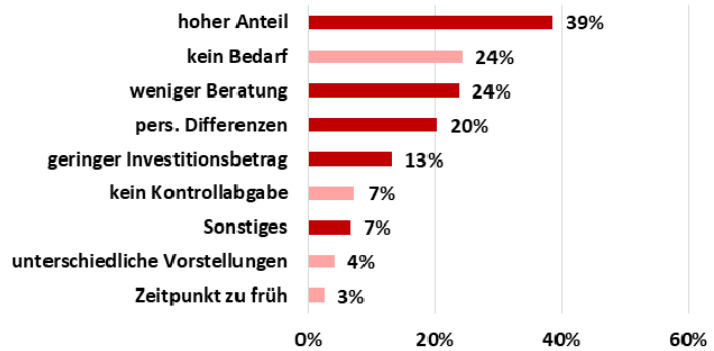
Bei mehr als der Hälfte der Unternehmen, die mit Privatinvestoren über eine Beteiligung verhandelt haben, kam keine Investition zustande.¹¹ Dies kann, wie

¹¹ Die Unternehmen mit einem potenziellen Privatinvestor, bei denen der Verhandlungen noch laufen, sind hier nicht berücksichtigt.

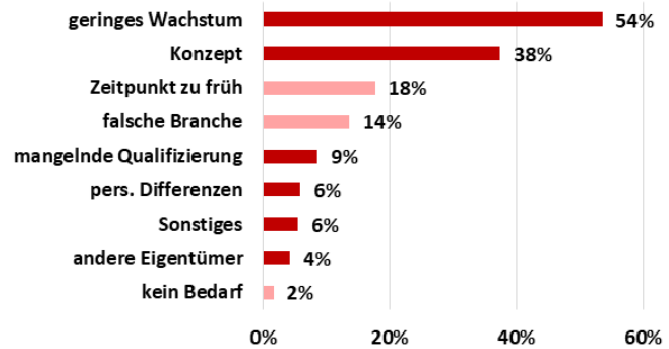
oben dargelegt, auf Entscheidungen der verhandelnden Unternehmen, auf die der potenziellen Investoren oder auf die von beiden Seiten zurückgehen. Abbildung 20 vermittelt einen Eindruck von den Gründen für das Nichtzustandekommen von Beteiligungsinvestitionen durch die potenziellen Privatinvestoren und deren Bedeutung.

Abbildung 20: Gründe für das Nichtzustandekommen einer Beteiligung bezogen auf alle Unternehmen ohne Privatinvestorenfinanzierung und mit Kontakt zu potenziellen Privatinvestoren

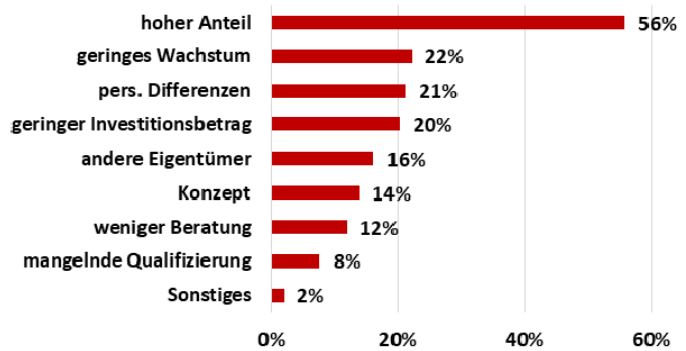
Ablehnung durch Unternehmen



Ablehnung durch Investor



Ablehnung durch beide Seiten



Anmerkung: Nachträglich eingefügte Kategorien aus der Textfeldanalyse sind hell hervorgehoben.

Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Für viele Unternehmen, die nach Gesprächen mit potenziellen Privatinvestoren eine Beteiligung abgelehnt haben, war der von den Investoren gewünschte Eigentumsanteil am Unternehmen zu hoch. 39 Prozent der Unternehmen nannten dies als Grund für ihre Ablehnung der Beteiligung, dies ist der häufigste Ablehnungsgrund von Seiten der Unternehmen. Ebenfalls häufig genannt wurden ein zu geringes Unterstützungsangebot durch die potenziellen Privatinvestoren (24 Prozent), persönliche Differenzen mit den Investoren (20 Prozent) und eine zu geringe von dem Investor angebotene Finanzierungssumme (13 Prozent). Interessant ist, dass in der offenen Antwort auf weitere Gründe 24 Prozent der Unternehmen angaben, dass die Beteiligung nicht zustande gekommen sei, weil sie keinen Bedarf an einer solchen gehabt hätten. Dies deutet darauf hin, dass etliche Unternehmen auch Gespräche mit potenziellen Investoren führen, wenn sie aktuell keinen Finanzierungsbedarf haben. Es kann sein, dass so die Konditionen und Möglichkeiten eines Privatinvestorenengagements eruiert werden sollen, um gegebenenfalls für einen späteren Zeitpunkt vorbereitet zu sein.

Potenzielle Privatinvestoren lehnen eine Beteiligung im Wesentlichen deshalb ab, weil sie in den Unternehmen, mit denen sie in Kontakt sind, kein ausreichendes Wachstumspotenzial sehen (54 Prozent) oder weil sie das von den Gründern verfolgte Geschäftskonzept ablehnen (38 Prozent). Eine gewisse Rolle spielt noch, dass die Investoren die Qualifikation der Gründerinnen bzw. Gründer für nicht ausreichend halten (9 Prozent). In der offenen Antwort auf weitere Gründe gaben 18 Prozent der Unternehmen, die schon einmal mit Investoren verhandelt hatten und bei denen keine Beteiligung zustande gekommen war, an, dass der Investor diese abgelehnt habe, weil er den Zeitpunkt für eine Beteiligungsinvestition noch nicht für gekommen hielt. Es kam ferner häufiger vor, dass die Unternehmen nicht in der Branche tätig waren, in der die potenziellen Investoren ihre Kompetenzen sehen, ihnen eine Beteiligung somit vermutlich zu riskant erschien (14 Prozent).

Wenn es nicht zu einer Beteiligung gekommen ist, weil beide Seiten eine solche ablehnten, dann sind die Gründe dafür im Wesentlichen die gleichen, wie bei Ablehnung durch nur eine Seite. Eine Ausnahme ist hier, dass die befragten Unternehmen im Fall einer Ablehnung von beiden Seiten zu immerhin 16 Prozent angaben, dass die potenziellen Privatinvestoren wegen der bestehenden Eigen-

tümerstruktur der Unternehmen eine Investition abgelehnt hätten. Unternehmen, die Kontaktgespräche führten, und an deren Ende eine Investition nur an der Entscheidung des Investors scheiterte, gaben nur zu 4 Prozent an, dass die Ursache dafür in den bestehenden Eigentumsverhältnissen des Unternehmens lag.

5 Unterstützungslösungen durch Business Angel

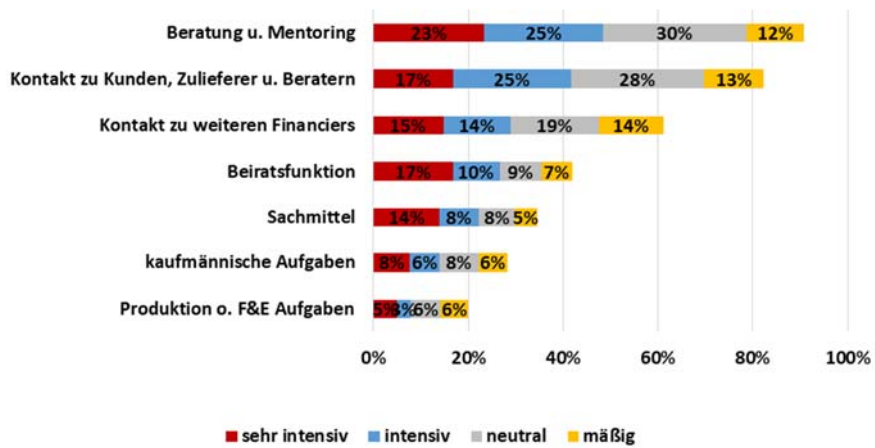
In Abschnitt 2.2 wird bereits deutlich, dass der Großteil der jungen Unternehmen, in die Privatinvestoren investieren, darüber hinaus auch noch von nicht finanziellen Unterstützungslösungen der Privatinvestoren partizipiert. In den Hightech-Branchen sind es etwas mehr als drei Viertel der von Privatinvestoren (mit-)finanzierten jungen Unternehmen, in den Nicht-Hightech Branchen sind es gut 70 Prozent, deren Privatinvestoren – dadurch als Business Angels bezeichnet – mit Unterstützungslösungen in den oder für die Unternehmen aktiv sind. Diese nicht finanziellen Unterstützungslösungen umfassen eine Vielzahl von Tätigkeiten mit formal sehr unterschiedlichen Verpflichtungen. Sie reichen von Beratungs- und Mentoringleistungen über die Anbahnung von Kontakten zu Kunden, Zulieferern, Beratern und weiteren Finanziers sowie der Zuwendung von Sachmitteln bis zur Übernahme von betrieblichen Aufgaben im kaufmännischen Bereich, bei der Produktion oder bei FuE. Auch formale Funktionen, wie Beiratsaufgaben, werden übernommen.

In Abbildung 21 ist angegeben, wie hoch die Intensität der Unterstützungslösungen von Business Angels über die Finanzbeteiligungen hinaus in von ihnen (mit-)finanzierten Unternehmen ist. Dabei wird zwischen Hightech-Branchen und Nicht-Hightech-Branchen unterschieden. Differenziert wird jeweils nach verschiedenen Kategorien von Unterstützungslösungen und nach der Intensität, mit der die Business Angels bei ihrer Unterstützung aktiv sind.

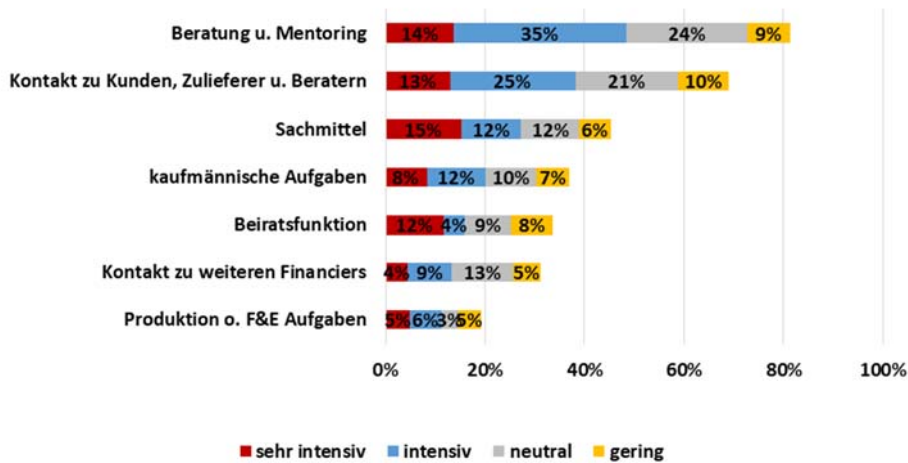
Am häufigsten kommt es bei den durch Business Angels (mit-)finanzierten jungen Unternehmen zu nicht formalisierten Unterstützungsaktivitäten. Bei durch Business Angels finanzierten Unternehmen der Hightech-Branchen kommen Beratung und Mentoring für über 90 Prozent (48 Prozent sehr intensiv oder intensiv), Kontaktvermittlung zu Kunden, Zulieferern und Beratern für über 80 Prozent (42 Prozent sehr intensiv oder intensiv) und Kontaktvermittlung zu weiteren Finanziers für über 60 Prozent (29 Prozent sehr intensiv oder intensiv)

dieser Unternehmen vor. In den Nicht-Hightech-Branchen ist Beratung und Mentoring ebenfalls die verbreitetste Unterstützungsleistung (mehr als 80 Prozent, 49 Prozent sehr intensiv oder intensiv), gefolgt von Kontakten zu Kunden, Zulieferern und Beratern (etwa 70 Prozent, 38 Prozent sehr intensiv oder intensiv).

Abbildung 21: Intensität der Unterstützungsleistungen durch Business Angel Hightech



Nicht-Hightech



Anmerkung: Bezogen auf alle Unternehmen, die von einem oder mehreren Business Angel(s) (mit)finanziert wurden, Mehrfachnennungen sind möglich.

Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Die Kontaktvermittlung zu weiteren Financiers ist für die Unternehmen in den Hightech-Branchen aus Industrie und Dienstleistungssektor offenbar wichtiger

als für die Unternehmen in den anderen Branchen. Business-Angel-finanzierte Unternehmen aus den nicht zum Hightech-Sektor zählenden Branchen werden zu etwas über 30 Prozent (13 Prozent sehr intensiv oder intensiv) hierbei unterstützt. Für sie ist es entweder ein geringeres Problem weitere Finanziere zu finden oder – was eher wahrscheinlich ist – diese Unternehmen haben geringeren Finanzierungsbedarf.

Die Zuwendung von Sachmitteln spielt im Rahmen der Unterstützungsleistungen der Business Angel eine nicht unbedeutende Rolle. Fast 35 Prozent der Business-Angel-finanzierten Hightech-Unternehmen (22 Prozent sehr intensiv oder Intensiv) und 45 Prozent der Business-Angel-finanzierten Unternehmen aus den nicht zum Hightech-Sektor zählenden Branchen (27 Prozent sehr intensiv oder intensiv) werden von ihren Business Angels mit Sachmitteln unterstützt.

Auch im betrieblichen Ablauf unterstützen Business Angels die von ihnen finanzierten Unternehmen. Hilfe bei kaufmännischen Aufgaben und die Wahrnehmung von Beiratsfunktionen kommen in einer durchaus relevanten Häufigkeit vor. Hilfe bei der Produktion oder bei den FuE-Aktivitäten kommen etwas seltener vor, sind aber immer noch zu nennenswerten Anteilen vorhanden.

Ein Großteil der Privatinvestoren unterstützt junge Unternehmen über das finanzielle Engagement hinaus. Dabei sind die Hilfe bei Kontakten, die Einführung in Netzwerke quantitativ am bedeutendsten. Aber auch Sachmittel und Hilfe beim operativen Geschäft spielen eine wichtige Rolle. Business Angels übernehmen somit über den Finanzierungsbeitrag hinaus Verantwortung für die Entwicklung der jungen Unternehmen.

6 Aktuelle Anzahl Privatinvestoren und Business Angel

Die Bestimmung der aktuellen Anzahl an Privatinvestoren und Business Angels erfolgt in einem dreistufigen Schätzverfahren. Vereinfacht gesagt, wird zunächst geschätzt, wie viele Finanzengagements durch Privatinvestoren bzw. Business Angel es in Deutschland im Zeitraum 2015 bis 2018 gab, und anschließend wird diese Zahl durch die durchschnittliche Anzahl an Finanzengagements pro Privatinvestor bzw. Business Angels geteilt. Dies ergibt die Anzahl der in Deutschland tätigen Privatinvestoren bzw. Business Angel bei jungen Unternehmen der Kohorten 2015-2018. Da einige Finanzengagements durch Privatinvestoren

toren nicht öffentlich erfasst sind, müssen Annahmen bzgl. des Investitionsverhaltens von Privatinvestoren getroffen werden. Insofern kann die Schätzung lediglich einen Wertebereich bzgl. der Anzahl an Privatinvestoren bzw. Business Angels liefern.

Offene Beteiligungen werden durch das Handelsregister erfasst. Diese lassen sich eindeutig Investoren zuordnen und dienen hier daher als Grundlage für die Schätzung der Anzahl an Privatinvestoren. Im ersten Schritt wird also die Gesamtzahl der offenen Beteiligungen in junge Unternehmen berechnet. Gibt ein Unternehmen beispielsweise an, dass es seit Gründung durch drei Privatinvestoren in Form einer offenen Beteiligung finanziert wurde, so würde dies drei Beteiligungen entsprechen. Die Berechnung erfolgt, indem zunächst die Anzahl der offenen Beteiligungen mit dem entsprechenden Hochrechnungsfaktor gewichtet und anschließend über alle Unternehmen aus der Stichprobe summiert wird. Dies ergibt die geschätzte Gesamtzahl an offenen Beteiligungen in junge Unternehmen in Deutschland im Zeitraum 2015 bis 2018. Tabelle 9 gibt einen Überblick über das Ergebnis dieser Berechnungen. Insgesamt können fast 80.000 Beteiligungen durch Privatinvestoren beobachtet werden.¹²

¹² Wenn ein Privatinvestor im Untersuchungszeitraum mehrmals in ein Unternehmen investiert, wird dies jedoch als einmaliges Engagements gezählt, solange es sich um die gleiche Finanzierungsform handelt.

Tabelle 9: Engagements von Privatinvestoren bei Unternehmen der Gründungskohorten 2015-2018

Branche	Privatinvestoren insg.	Business Angel	Passive Privatinvestoren
STW & HTW	2.300	1.900	500
TDL & Software	12.900	11.600	1.300
Hightech	15.300	13.500	1.800
Nicht-Hightech	64.300	51.300	13.000
Gesamt	79.500	64.800	14.800

Branche	Business Angel ohne F&F	Passive Privatinvestoren ohne F&F	Business Angel aus F&F	Passive Privatinvestoren aus F&F
STW & HTW	1.500	300	300	100
TDL & Software	10.000	600	1.600	700
Hightech	11.500	1.000	1.900	800
Nicht-Hightech	28.400	3.900	23.000	9.100
Gesamt	39.900	4.900	24.900	9.900

Anmerkung: Gerundete Werte

Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Gut 64.000 Beteiligungen sind Business Angels zuzurechnen. Gegenüber der Vorgängerstudie (Egeln und Gottschalk, 2014) hat sich dieser Wert mehr als verdoppelt (damals: 30.900).

Aufgrund der Differenzierung in der Befragungsrunde 2019 des IAB/ZEW Gründungspanels lassen sich professionelle Business Angel von solchen abgrenzen, die ihr Finanzengagement (hauptsächlich) aus privaten Gründen tätigen. Subtrahiert man die Engagements von Freunden und Verwandten resultiert eine Anzahl von knapp 40.000 Beteiligungen durch professionelle Business Angel und fast 5.000 Beteiligungen durch passive Privatinvestoren.

In der Regel halten Privatinvestoren und insbesondere Business Angel mehrere Beteiligungen. Ausgenommen sind die Beteiligungen durch Freunde und Verwandte; für diese wird angenommen, dass sie sich nur einmalig beteiligen, weil

kein professionelles Interesse vorliegt. Somit ist die Anzahl der in Tabelle 9 dargestellten Finanzengagements von Freunden und Familienmitgliedern identisch mit deren Anzahl.

Um aber die Anzahl an professionellen Privatinvestoren zu erhalten, muss eine Korrektur um die durchschnittliche Anzahl von Beteiligungen pro Privatinvestor stattfinden. Genauer gesagt, muss die Gesamtzahl der Beteiligungen in jungen Unternehmen durch die durchschnittliche Anzahl von Beteiligungen pro Privatinvestor dividiert werden. Der zweite Schritt der Berechnung erfordert es also, die durchschnittliche Anzahl von Beteiligungen pro Privatinvestor zu bestimmen. Hierzu werden die Beteiligungsdaten aus dem Mannheimer Unternehmenspanel (MUP) verwendet. Aus dem MUP lassen sich die Privatinvestoren der Stichprobenunternehmen identifizieren. Da das MUP Informationen über sämtliche offene Beteiligungen an deutschen Unternehmen enthält, lässt sich die durchschnittliche Anzahl von Beteiligungen in bis zu vier Jahre alte Unternehmen pro Investor im Zeitraum 2015 bis 2018 folglich aus der Stichprobe der identifizierten Privatinvestoren und deren Beteiligungen berechnen. Für diese MUP-Stichprobe ergibt sich eine durchschnittliche Portfoliogröße von durchschnittlich 3,1 Unternehmen pro Business Angel und eine durchschnittliche Portfoliogröße von 4,2 pro passivem Privatinvestor. Bei diesen Berechnungen wurden, wie schon oben angedeutet, alle Privatinvestoren aus dem Familien- und Freundeskreis nicht berücksichtigt, für diese Gruppe wird definitionsgemäß eine Portfoliogröße von 1 angenommen. Wir gehen davon aus, dass diese MUP- bzw. Gründungspanelstichprobe ein repräsentatives Abbild der Grundgesamtheit junger Unternehmen mit Privatinvestorenbeteiligung darstellt. Somit lassen sich die beobachteten Durchschnittswerte der Portfoliogröße auf die gesamte Population übertragen.¹³

Im letzten Schritt wird nun eine Annahme über das Investitionsverhalten von Privatinvestoren getroffen. Da plausible Informationen über den „Beteiligungs-

¹³ Darüber hinaus haben Gottschalk et al. (2016) im Rahmen der Evaluation des INVEST-Programms durch eine Investorenbefragung herausgefunden, dass durch INVEST geförderte Privatinvestoren in einem vergleichbaren Zeitrahmen wie in dieser Studie im Mittel an 3,5 jungen Unternehmen und Nicht-INVEST-Geförderte im Mittel an 2,7 jungen Unternehmen beteiligt sind. Die Ergebnisse aus der MUP-Analyse liegen im Rahmen dieser Werte und werden damit durch die Evaluationsstudie unterstützt.

Mix“ von Privatinvestoren gänzlich fehlen, wird in dieser Arbeit jeweils eine Bandbreite für die Privatinvestoren-Anzahl errechnet, bei denen die „Ränder“ wie folgt definiert werden:

Unterer Rand:

Es wird angenommen, dass finanzielle Beteiligungen (egal welcher Art) nur von Business Angels getätigt werden, die auch *mindestens eine offene Beteiligung* halten und das Portfolio der offenen Beteiligungen wahlweise durch eine stille Beteiligung, ein Wandeldarlehen oder ein Darlehen substituieren oder ergänzen.¹⁴ Dahinter steckt die Annahme bzw. das traditionelle Verständnis von Business Angel Aktivitäten, dass alle *professionellen* Business Angels eine Eigenkapitalbeteiligung – also das klassische Wagniskapital – anstreben. Auf dieser Annahme basierte auch die ursprüngliche Ausgestaltung des INVEST-Programms, in deren erster Version des Jahres 2014 ausschließlich offene Eigenkapitalbeteiligungen gefördert wurden.

Für passive Privatinvestoren scheint dagegen eher die Finanzierungsform „stille Beteiligung“ bevorzugt zu werden (vgl. Abbildung 4). Somit wird für diese Gruppe die Annahme getroffen, dass finanzielle Beteiligungen nur von passiven Privatinvestoren getätigt werden, die auch *mindestens eine offene oder eine stille Beteiligung* halten und das Portfolio der offenen und stillen Beteiligungen wahlweise durch ein Wandeldarlehen oder ein Darlehen substituieren oder ergänzen.

Bei der Berechnung des unteren Randes wird ferner, wie oben hergeleitet, angenommen, dass die Investoren durchschnittlich 3,1 offene Beteiligungen (bei Business Angels) bzw. 4,2 offene oder stille Beteiligungen (bei passiven Privatinvestoren) eingehen.

Oberer Rand:

Es wird angenommen, dass die per offenen Beteiligungen engagierten Privatinvestoren nicht in Form stiller Beteiligungen oder per Wandeldarlehen sowie nicht in Form von Darlehen in die Unternehmen investieren. Die verschiedenen vier Beteiligungsformen werden jeweils von *anderen Privatinvestoren* getätigt.

¹⁴ An dieser Stelle weichen wir von der Definition, die in der Vorgängerstudie (Egeln und Gottschalk, 2014) verwendet wurde, ab.

D.h. laut dieses Postulats würden sich alle Privatinvestoren für eine einzige Finanzierungsform entscheiden. Ferner wird angenommen, dass die Privatinvestoren in allen Beteiligungsformen im Durchschnitt (wie für die offenen Beteiligungen ermittelt) 3,1 (bei Business Angels) bzw. 4,2 Engagements (bei passiven Privatinvestoren) tätigen.

Werden diese Annahmen zugrunde gelegt, dann ist davon auszugehen, dass in den Jahren 2015-2018 **zwischen 6.400 und 12.900 Business Angel** (ohne Freunde und Verwandte der Gründerinnen und Gründer) in jungen Unternehmen der Gründungsjahrgänge engagiert waren. Business Angels halten im Durchschnitt 3,1 offene Beteiligungen an jungen Unternehmen. Die zusätzlichen Engagements würden - gemäß der hier postulierten Annahme für den unteren Rand - zusätzlich in das Portfolio aufgenommen. Für Business Angel ergibt sich aus dem Quotienten der Summe der sonstigen finanziellen Engagements (stille Beteiligungen + Wandeldarlehen + Darlehen) und der Anzahl der Business Angel ein durchschnittlicher Wert von 3,1 zusätzlichen Engagements (neben den offenen Beteiligungen) für die Jahre 2015-2018. Für den oberen Rand gilt, dass sich alle Business Angels im Durchschnitt in 3,1 bis zu vier Jahre alten Unternehmen im genannten Zeitraum engagieren. Für den unteren Rand (6.400 Business Angel) dieser Berechnungen beträgt das durchschnittliche Investitionsvolumen eines Business Angels im Zeitraum 2015-2018 in die Gründungskohorten dieser Jahrgänge rund 2,9 Mio. Euro. Für den oberen Rand (12.900 Business Angel) liegt der entsprechende Wert bei ca. 1,5 Mio. Euro. Im Durchschnitt investiert ein Business Angel rund 480 Tsd. Euro bis 470 Tsd. Euro in ein Unternehmen, also in etwa der gleiche Wert für die beiden Ränder des berechneten Intervalls.

Tabelle 10: Finanzierungsvolumen durch Privatinvestoren, Gründungskohorten 2015-2018, in Euro, oberer und unterer Rand

Investorentyp	Durchschnitt pro Investor	Durchschnitt pro Investor pro Unternehmen
Business Angel ohne F&F	2.946.000 bis 1.470.000	475.000 bis 474.000
Passiver Privatinvestor ohne F&F	1.145.000 bis 658.000	166.000 bis 157.000
Business Angel aus F&F		26.000
Passiver Privatinvestor aus F&F		16.000

Anmerkung: Gerundete Werte

Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019

Die geschätzte Zahl von **passiven Privatinvestoren** liegt **zwischen 700 und 1.200** (ohne Freunde und Verwandte der Gründerinnen und Gründer). Passive Privatinvestoren halten im Durchschnitt 4,2 offene oder stille Beteiligungen an jungen Unternehmen. Weiterhin ergibt sich für passive Privatinvestoren aus dem Quotienten der Summe der sonstigen finanziellen Engagements und der Anzahl der passiven Privatinvestoren ein durchschnittlicher Wert von 2,7 zusätzlichen Engagements in den Gründungsjahrgängen 2015-2018. Für den oberen Rand gilt, dass sich alle passiven Privatinvestoren im Durchschnitt an 4,2 bis zu vier Jahre alten Unternehmen im genannten Zeitraum finanziell beteiligen (egal ob Eigen- oder Fremdkapital). Von der geschätzten Bandbreite ausgehend investierten passive Privatinvestoren im Durchschnitt der Jahre 2015-2018 zwischen ca. 1,1 Mio. Euro und 700 Tsd. Euro in die Gründungen dieser Jahrgänge. Die durchschnittliche Investitionssumme pro Unternehmen pro Investor beträgt zwischen rund 170 Tsd. Euro – unterer Rand - und 160 Tsd. Euro – oberer Rand.

Da sowohl die Annahmen für den unteren als auch den oberen Rand sehr restriktiv sind, liegt die Anzahl der Privatinvestoren, die sich im Untersuchungszeitraum in bis zu vier Jahre alten Unternehmen engagieren, mit hoher Wahrscheinlichkeit eher im mittleren Bereich der geschätzten Intervalle.

Zudem lässt sich die Zahl der Privatinvestoren bestimmen, die aus dem Familien- und Freundeskreis der Gründer kommen. Wird angenommen, dass diese jeweils eine einzige Beteiligung halten, so ergibt sich eine Zahl von **ca. 24.900 Business Angels aus F&F und 9.900 passiven Privatinvestoren aus F&F**, die in den Jahren 2015-2018 einen Unternehmensgründer oder –gründerin **aus dem Familien- und Freundeskreis** finanziell bei dessen oder deren Gründungsvorhaben unterstützt haben. Das durchschnittliche Finanzierungsvolumen eines Business Angels in der Family-&-Friends-Gruppe beträgt 26 Tsd. Euro und das von passiven Privatinvestoren rund 16 Tsd. Euro.

Es gibt aus den Daten der 2019er Welle des IAB/ZEW-Gründungspanels keine Informationen darüber, wie sich Privatinvestoren zwischen den Branchen verteilen, ob die Privatinvestoren im Durchschnitt in sehr unterschiedlichen Branchen aktiv sind oder ob sie sich auf bestimmte Bereiche konzentrieren. Aus diesem Grund kann hier auch keine Zuordnung der Privatinvestorenanzahl zu unterschiedlichen Branchengruppen erfolgen.

Ein Vergleich mit der Vorgängerstudie (Egeln und Gottschalk, 2014) ist nur bedingt möglich, da wir in der aktuellen Analyse die Unterscheidung zwischen professionellen Privatinvestoren und Investoren aus dem Familien- oder Freundeskreis, die situationsbedingt aus persönlichen Motiven und (vermutlich) nur einmalig in ein Unternehmen investiert haben, treffen konnten. Außerdem haben wir die Definition des unteren Randes aus den genannten Gründen geändert. Dennoch wird deutlich, dass sich die Anzahl der Privatinvestoren seit 2013 erhöht hat. Damals gingen wir von 9.600 bis 12.400 Business Angels aus, die im vorangegangenen 4-Jahreszeitraum aktiv waren. Diese Zahlen beinhalteten, wie gesagt, allerdings auch Engagements aus dem Freundes- und Verwandtenkreis der Gründerinnen und Gründer.

7 Literatur

DIW Wochenbericht (2017), Gender Pay Gap, Nr. 43.

Egeln, J. und S. Gottschalk (2014), Finanzierung von jungen Unternehmen in Deutschland durch Privatinvestoren, Auswertungen aus dem KfW/ZEW Gründungspanel, BMWi, Mannheim.

- Engineer, M.H., P. Schure und D.H. Vo (2019), Hide and seek search: Why angels hide and entrepreneurs seek, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 157, 523-540.
- Gottschalk, S., J. Egel, F. Herrmann, S. Hupperts, K. Reuss, M. Köhler, J. Bersch und S. Murmann (2016), Evaluation des Förderprogramms "INVEST – Zuschuss für Wagniskapital", BMWi, Mannheim.
- Harrison, R. T. und C.M. Mason (2008), Sampling and data collection in business angel research, *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, 10(4), 305-308.
- Hellmann, T. und V. Thiele (2019), Fostering Entrepreneurship: Promoting Founding or Funding?, *Management Science*, 65(6), 2502-2521.
- Lerner, J., A. Schoar, S. Sokolinski und K. Wilson (2018), The globalization of angel investments: Evidence across countries, *Journal of Financial Economics*, 127(1), 1-20.
- Wetzel J.W.E. (1987), The informal venture capital market: Aspects of scale and market efficiency, *Journal of Business Venturing*, 2(4), 299-313.

8 Anhang

8.1 Branchenabgrenzung des IAB/ZEW Gründungspanels

Das IAB/ZEW-Gründungspanel umfasst Gründungen aus fast allen Wirtschaftszweigen. Die Stichprobe des IAB/ZEW-Gründungspanels setzt sich aus Hightech- und Nicht-Hightech-Unternehmen zusammen. Diese verteilen sich jeweils auf vier beziehungsweise sechs Branchengruppen, die auf der Zusammenfassung bestimmter Wirtschaftszweige beruhen.¹⁵ Tabelle 11 zeigt, welche Wirtschaftszweige ins IAB/ZEW-Gründungspanel aufgenommen wurden, sowie deren Zuordnung zu den zehn Branchengruppen.

¹⁵ Eine differenziertere Betrachtung als diese Zehner-einteilung ist nicht sinnvoll, weil sie aufgrund zu geringer Beobachtungszahlen keine repräsentativen Aussagen auf Branchenebene zuließe.

Der Hightech-Bereich lässt sich nach Spitzentechnik und Hochwertiger Technik im Verarbeitenden Gewerbe sowie technologieintensiven Dienstleistungen und Software aufgliedern. Die Spitzentechnik (STW) setzt sich aus denjenigen Wirtschaftszweigen des Verarbeitenden Gewerbes zusammen, die eine durchschnittliche Forschungs- und Entwicklungsintensität von über 7 Prozent aufweisen. Die Spitzentechnik schließt somit Unternehmen ein, die z. B. pharmazeutische Grundstoffe, Datenverarbeitungsgeräte oder Mess- und Navigationsinstrumente produzieren. Die Hochwertige Technik (HTW) umfasst die Wirtschaftszweige des Verarbeitenden Gewerbes mit einer durchschnittlichen FuE-Intensität von 2,5 Prozent bis 7 Prozent. Hierzu zählt unter anderem die Herstellung von Maschinen, Motoren, Kraftfahrzeugen und verschiedenen chemischen Erzeugnissen.¹⁶ Technologieintensive Dienstleister (TDL) sind Unternehmen, die sich z. B. auf Forschung und Entwicklung im Bereich der Natur-, Ingenieur-, Agrarwissenschaft oder der Medizin spezialisiert haben, sowie Architektur-, Ingenieurbüros oder Fernmeldedienste. Diese Branchengruppe gehört ebenso zum Dienstleistungsbereich des Hightech-Sektors wie Softwareentwicklung oder Webdesign (zusammengefasst unter „Software“).

¹⁶ Die FuE-Intensität ist definiert als Anteil der FuE-Aufwendungen am Umsatz eines Unternehmens. Die Zuordnung der Wirtschaftszweige des Verarbeitenden Gewerbes zu den Hightech-Branchen erfolgt nach der Definition von Legler und Frietsch (2006). Diese Definition basiert noch auf der Klassifikation der Wirtschaftszweige von 2003. Für die Befragungen 2010 bis 2018 des IAB/ZEW-Gründungspanels wurde die Definition von Legler und Frietsch auf die Klassifikation der Wirtschaftszweige von 2008 übertragen.

Tabelle 11: Branchenabgrenzung des IAB/ZEW-Gründungspanels

Branchenbezeichnung	Abkürzung	WZ 2008-Code
Hightech-Branchen		
Spitzentechnik im Verarbeitenden Gewerbe	STW	20.20, 21.10, 21.20, 24.46, 25.40, 26.11, 26.20, 26.30, 26.40, 26.51, 26.60, 30.30, 30.40, 32.50
Hochwertige Technik im Verarbeitenden Gewerbe	HTW	20.13, 20.14, 20.16, 20.17, 20.41, 20.51, 20.53, 20.59, 22.11, 22.19, 23.19, 26.70, 27.11, 27.12, 27.20, 27.40, 27.90, 28.11–15, 28.23, 28.24, 28.29, 28.30, 28.41, 28.49, 28.92–96, 28.99, 29.10, 29.31, 29.32, 30.20
Technologieintensive Dienstleister	TDL	61.1–3, 62 (ohne 62.01), 63.1, 71.1–2, 72.1
Software	Software	62.01
Nicht-Hightech-Branchen		
Nicht technologieintensive Wirtschaftszweige im Verarbeitenden Gewerbe	NTW	10–33 (ohne STW und HTW)
Wissensintensive Dienstleister	wissDL	69.1–2, 70.2, 72.2, 73.1–2
Übrige unternehmensnahe Dienstleister	UDL	49.2, 49.5, 50.2, 50.4, 51.2, 52, 53, 61.9, 63.9, 64, 74.1, 74.3, 74.9, 77.1, 77.3–4, 78, 80–82,
Konsumnahe Dienstleister	KDL	49.1, 49.3–4, 50.1, 50.3, 51.1, 55, 56, 58–60, 65–66, 68, 74.2, 77.2, 79, 85.5-6, 90–93, 95–96
Bau- und Ausbaugewerbe	Bau	41–43
Handel (ohne Handelsvermittlung)	Handel	45–47 (ohne 46.1)

Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2013, Lehler und Frietsch (2006)

Anmerkung: Außer den oben explizit ausgeschlossenen Wirtschaftszweigen bleiben der Agrarsektor (WZ 2008-Code 01–03), der Bergbau (05–09), die Energie- und Wasserversorgung (35, 36), Abwasser- und Abfallentsorgung (37–39), der öffentliche Sektor (84, 94) sowie das Gesundheits-, Veterinär- und Sozialwesen (75, 86–88) bei der Untersuchung unberücksichtigt. Abgrenzung gemäß der Klassifikation der Wirtschaftszweige (Ausgabe 2008) des Statistischen Bundesamtes.

Die Nicht-Hightech-Branchen sind zum einen die nicht technologieintensiven Wirtschaftszweige im Verarbeitenden Gewerbe (NTW). Diese umfassen das gesamte verarbeitende Gewerbe von der Nahrungsmittel- über die Textil- bis hin zur Metallverarbeitung, mit Ausnahme der Wirtschaftszweige, die unter die Spitzentechnik oder Hochwertige Technik fallen. Des Weiteren zählen wissensintensive Dienstleister (wissDL) zu den Nicht-Hightech-Unternehmen. Diese bieten beispielsweise Steuerberatung, Wirtschaftsprüfung oder Marketingberatung an. Wissensintensive Dienstleistungen erfordern in der Regel ein hohes Maß an Humankapital der Gründer und Mitarbeiter, weshalb diese Unternehmen hinsichtlich mancher Charakteristika eher den Hightech- als den Nicht-Hightech-Unternehmen ähneln. Da das Unterscheidungskriterium jedoch der Grad der Technologieorientierung ist, werden wissensintensive Dienstleistungen den Nicht-Hightech-Branchen zugerechnet. Leasingfirmen, Gebäudereinigungen oder Entsorgungsunternehmen zählen zu den unternehmensnahen Dienstleistern (UDL), während konsumnahe Dienstleistungen (KDL) das Gastgewerbe, Anbieter von Kultur, Sport und Unterhaltung sowie Friseure, Reinigungen etc. umfassen. Weitere Nicht-Hightech-Branchen des IAB/ZEW-Gründungspanels sind das Bau- und Ausbaugewerbe (von Hoch- und Tiefbau über Heizungsinstallation bis zu Malereibetrieben) sowie der Handel (Kraftfahrzeug-, Groß- und Einzelhandel).

Insgesamt wurden in den zehn Branchengruppen des IAB/ZEW-Gründungspanels zwischen 2005 und 2012 ca. 184.000 wirtschaftsaktive Unternehmen pro Jahr gegründet. Auf die zwei Branchen konsumnahe Dienstleister und Handel entfielen mehr als die Hälfte aller Gründungen. In den vier Hightech-Branchen wurden insgesamt gut 7 Prozent aller neuen, wirtschaftsaktiven Unternehmen gegründet.

8.2 Transaktionsdatenbanken des ZEW

8.2.1 Zephyr-Datenbank

ZEPHYR ist eine Datenbank, die detaillierte Informationen zu derzeit ca. 1,5 Mio. weltweiten M&A-, IPO-, Venture-Capital-, und Business-Angel-Transaktionen enthält. Neben den Angaben zu den investierenden Unternehmen bzw. Personen und den Unternehmen, in die investiert wird oder die gekauft werden, ent-

hält Zephyr Angaben über die finanziellen Volumina der erfassten Transaktionen. Zephyr erfasst natürlich nur einen Teil der Transaktionen. Dennoch erbringt die Analyse von Beteiligungstransaktionen auf Basis der Zephyr über die MUP-Analyse hinausgehende Erkenntnisse zu Wagniskapital-Anbietern und den bei solchen Transaktionen eingegangenen Ko-Investment-Strukturen. Die Unternehmensdaten des MUP sind über die Unternehmenskennziffern mit der Datenbank Zephyr verknüpfbar.

<http://zephyr.bvdinfo.com>

8.2.2 Majunke-Transaktionsdatenbank

Die Datenbank zu Private Equity und Venture Capital Investitionen in Deutschland, Österreich und dem deutschsprachigen Teil der Schweiz wird betrieben von Majunke Consulting. Die Datenbank enthält umfangreiche Angaben zu Investitionssummen in einzelnen Finanzierungsrunden, Portfoliounternehmen und Investoren. Erfasst werden auch kleinere Investitionen.

8.3 Befragung 2019

Für die Analysen dieses Berichts stehen aus der diesjährigen Befragung die Datensätze von insgesamt 4.198 Unternehmen zur Verfügung, die bis Ende November 2019 befragt wurden. Die Verteilung auf die einzelnen Branchen und Gründungsjahre in der Nettostichprobe und in der Gesamtheit ist Tabelle 12 zu entnehmen. Die Grundgesamtheit bezieht sich auf alle Unternehmen der Gründungskohorten 2015-2018, die bis Ende 2018 geschäftstätig waren, d.h. bis zu diesem Zeitpunkt geschlossene Unternehmen dieser Gründungskohorten sind nicht mehr in der Grundgesamtheit enthalten.

Aufgrund der Übergewichtung einzelner Branchen ist die Struktur der Nettostichprobe nicht repräsentativ für die Grundgesamtheit. Um dieser Tatsache Rechnung zu tragen und um auf die Gesamtheit aller überlebenden Unternehmensgründungen in den betrachteten Branchen hochrechnen zu können, wurden auf Basis der Gründungszahlen gemäß dem Mannheimer Unternehmenspanel Hochrechnungsfaktoren für jedes Unternehmen in der Stichprobe ermittelt. Die im Bericht dargestellten deskriptiven Statistiken basieren in der Regel auf gewichteten Analysen. Diese Gewichtung bewirkt, dass die Information einer

Beobachtung mit dem Gewicht in die ausgewiesenen Gesamtergebnisse einfließt, das dem Gewicht dieser Beobachtung in der Grundgesamtheit entspricht. Dabei wird angenommen, dass jede Antwort eines Unternehmens bei der Befragung repräsentativ für eine bestimmte Anzahl anderer existierender Unternehmen derselben Branche und desselben Gründungsjahres ist.

Für die Unternehmen der Gründungskohorten 2011 bis 2014 wurden keine Gewichtungsfaktoren bestimmt, da für diese Kohorten in den letzten beiden Befragungsjahren keine zusätzlichen Unternehmensgründungen in die Bruttostichprobe gezogen wurden. Dadurch ist die Zahl der Unternehmen dieser Kohorten in der Nettostichprobe so stark geschrumpft, dass eine repräsentative Hochrechnung von Kennzahlen für diese Gründungsjahrgänge nicht mehr möglich ist.

Tabelle 12: Verteilung der Grundgesamtheit 2018 und der Stichprobe 2019 der Gründungskohorten 2015-2018

Branche	2015	2016	2017	2018	insgesamt
STW	537	581	595	584	2.297
	46	50	58	36	190
HTW	689	637	701	707	2.734
	55	53	49	38	195
TDL	5.434	5.593	6.208	7.053	24.287
	150	199	245	181	775
Soft-	2.208	2.333	2.556	3.023	10.121
	93	122	169	82	466
NTW	5.497	5.790	6.052	6.493	23.831
	76	119	120	113	428
wiss. DL	7.151	7.539	8.501	9.318	32.509
	86	116	148	129	479
UDL	19.414	22.281	25.688	30.375	97.758
	57	99	77	80	313
KDL	36.476	40.367	46.622	51.127	174.592
	116	161	183	165	625
Bau	12.966	13.302	15.007	16.372	57.646
	53	93	107	106	359
Handel	19.056	20.283	23.288	24.875	87.502
	87	87	95	90	359
insgesamt	109.428	118.706	135.218	149.925	513.277
	819	1.099	1.251	1.020	4.189

Anmerkung: Alle Werte beziehen sich auf mindestens bis Ende 2018 aktive Unternehmen.

Quelle: IAB/ZEW Gründungspanel 2019; Mannheimer Unternehmenspanel, ZEW