

**Erste Resultate der Umfrage  
zum Anlageverhalten  
Schweizer Business Angels**

Von:

Sascha Quaderer

Bangarten 23

9490 Vaduz

Tel 079 608 77 77

Mail [Sascha-Robin.Quaderer@student.unisg.ch](mailto:Sascha-Robin.Quaderer@student.unisg.ch)

Obwohl Business Angels seit den Anfängen der Industrialisierung junge Unternehmen unterstützen, setzt sich die Betriebswirtschaftslehre erst zu Beginn der Achtzigerjahre näher mit ihnen auseinander.<sup>1</sup> Ausgehend von den Vereinigten Staaten entwickelt sich eine eigene Forschungsrichtung. Nachdem in den USA für einzelne Regionen die Existenz von Business Angels nachgewiesen wird, folgen Untersuchungen aus verschiedenen angelsächsischen Volkswirtschaften. In den Neunzigerjahren werden Studien aus weiteren Industrieländern publiziert. Im deutschsprachigen Raum erscheinen im Jahr 2000 die ersten Arbeiten für den deutschen Markt. Die bislang einzige Arbeit über Schweizer Business Angels erscheint im Jahr 2006.<sup>2</sup>

Während es in den Arbeiten der ersten Generation vornehmlich darum geht, das ABC (Attitudes, Behaviors, Characteristics) der Business Angels zu eruieren, befassen sich Studien der zweiten Generation stärker mit theoretischen und politischen Aspekten. Aktuelle Forschungsfragen betreffen beispielsweise die Rendite von Angel Investments, weibliche Business Angels, das Verhältnis von Business Angels und Venture Capital Funds oder das Verhältnis von Business Angels und der Politik.

Die beiden renommierten britischen Autoren Harrison und Mason fordern für die Business Angel Forschung eine Weiterentwicklung hin zu Studien der dritten Generation.<sup>3</sup> Zukünftige Untersuchungen sollen noch stärker auf methodologische, analytische, theoretische und politische Fragestellungen eingehen. Die Dissertation über Schweizer Business Angels erfüllt mehrere dieser Forderungen. Die Arbeit mehrt das Wissen über Business Angels aus einer weiteren, nicht vom angelsächsischen Wirtschaftsmodell geprägten Volkswirtschaft und wählt mit der Sicht auf die Asset Allokation der Angels eine neuartige Perspektive, der ein theoretisch fundiertes, behavioristisches Modell zugrunde liegt.

Um die Größenverhältnisse abschätzen zu können, nennt die Dissertation aktuelle Schätzungen für den weltweiten, den europäischen und den deutschen Business Angel Markt. Ausgehend von diesen Eckpunkten präsentiert der Autor in einem netzwerkbasierten An-

---

<sup>1</sup> vgl. Wetzel 1981, 1983

<sup>2</sup> vgl. Riffelmacher 2006

<sup>3</sup> Harrison und Mason 1999

satz Sensitivitätsanalysen für die Grösse des Schweizer Marktes. Er kommt dabei zum Schluss, dass es derzeit in der Schweiz etwa 1'700 bis 3'300 aktive Business Angels gibt. Rund achtmal mehr Personen können als potenzielle Business Angels betrachtet werden. Insgesamt investieren Schweizer Angels in rund vier- bis sechsmal so viele Jungunternehmen rund zwei- bis dreimal soviel Geld wie Venture Capital Funds. Anhand dieser Zahlen wird deutlich, welchen grossen Einfluss Business Angels bereits heute in der Förderung von Jungunternehmen ausüben.

Sehr oft sind Business Angels aktive oder ehemalige Unternehmer. Sie verfügen über erhebliche, meist selbst erarbeitete finanzielle Mittel und können der Gruppe der High Net Worth Individuals zugeordnet werden, da sie typischerweise über ein Nettovermögen von mehr als einer Million Dollar verfügen. In der Schweiz leben schätzungsweise 190'700 HNWI. Obwohl Angels als erfahrene Investoren zu bezeichnen sind, dürfte ihr Verhalten am Kapitalmarkt gelegentlich vom Rationalitätsaxiom des Homo Oeconomicus abweichen. Um solche Anomalien fassbar zu machen, wird das Erklärungsmodell für Risikoverhalten in der Kapitalanlage von Müller-Peters zu Hilfe genommen.<sup>4</sup> Das Modell soll bei der Beantwortung der Frage dienlich sein, weshalb einige HNWI freiwillig in hochriskante, illiquide Jungunternehmen investieren. Ausgehend vom Modell werden sieben Hypothesen über das Risikoverhalten von Business Angels hergeleitet.

Diese Hypothesen werden anschliessend mit Hilfe einer empirischen Untersuchung an Schweizer Business Angels getestet. Dazu entwirft der Autor in einem iterativen Prozess einen Fragebogen. Den Fragebogen versendet er, teils direkt an öffentlich erkennbare Business Angels und Mitglieder von Business Angel Netzwerken, teils indirekt über kontaktierte Angel Netzwerke, an insgesamt 214 Personen. Bei 55 zurückgesandten Fragebogen beläuft sich die Rücklaufquote auf 26 Prozent. Von den 55 antwortenden Personen können 44 Personen als aktive Business Angels bezeichnet werden.

In der Auswertung der erhobenen Primärdaten zeigt sich, dass die aktiven Schweizer Business Angels grundsätzlich ähnliche Eigenschaften aufweisen, wie sie international als

---

<sup>4</sup> vgl. Müller-Peters 1999

typisch gelten. Auf soziodemografischer Ebene lassen sich die Resultate wie folgt zusammenfassen: Schweizer Business Angels sind männlich, durchschnittlich 51 Jahre alt, wohnen im Kanton Zürich, verfügen über ein Einkommen im Bereich von 200'000 bis 299'000 Franken und über ein Vermögen von 1,0 bis 4,9 Millionen Franken. Sie weisen einen Hochschulabschluss auf und verfügen über Berufserfahrungen in verschiedenen Funktionsbereichen – wobei fast neun von zehn Angels über Erfahrungen in der Unternehmensführung verfügen. So ist es wenig verwunderlich, dass die allermeisten Angels aktuell in der Geschäftsleitung eines eigenen oder fremden Unternehmens tätig sind.

Insgesamt sind Schweizer Angels bezüglich soziodemografischer Aspekte deutschen Angels sehr ähnlich. Was das Einkommen, das Vermögen, das Bildungsniveau oder die Breite der Berufs- und Führungserfahrung betrifft, können Schweizer Angels in einem globalen Kontext als überdurchschnittlich bezeichnet werden.

Ein Vergleich der 44 aktiven Angels mit den übrigen 11 Personen, die den Fragebogen ausfüllen, zeigt, dass diese 11 Personen ebenfalls als HNWI zu bezeichnen sind. Im Gegensatz zur Gruppe der Angels sind sie jedoch älter, weisen häufiger eine nicht-akademische Ausbildung auf und arbeiten vorwiegend in der Geschäftsleitung von Unternehmen, die nicht ihnen gehören.

Bei der Analyse des Anlageverhaltens aktiver Schweizer Business Angels wird deutlich, dass sie monatlich etwa 5 Anfragen von Jungunternehmern erhalten. Davon betrachten sie 1,2 Anfragen genauer. Sie lehnen über 97 Prozent der Anfragen ab und beteiligen sich in den 12 zurückliegenden Monaten an 1,4 Jungunternehmen. Insgesamt halten Schweizer Angels zum Zeitpunkt der Datenerhebung 159 Beteiligungen. Da sie pro Jungunternehmen etwa 160'000 Franken investieren, beläuft sich die Gesamtinvestition der 44 aktiven Angels auf über 24 Millionen Franken. Zwei von drei Angels haben bereits Erfahrung mit der Beendigung von Beteiligungen gesammelt. Insgesamt hat sich die Gruppe von bislang 81 Beteiligungen getrennt – meist in Form von Trade Sales. Die Angels schätzen den finanziellen Erfolg ihrer aktuellen Beteiligungen als neutral bis gut ein. Gewichtet man den subjektiven finanziellen Erfolg der realisierten Exits mit den vermuteten Multiples, zeigt sich ein eher positives Bild: Für ihre veräusserten Beteiligungen

haben die Angels, je nach Haltedauer, im Durchschnitt vermutlich eine IRR im einstelligen oder tiefen zweistelligen Prozentbereich erzielt.

Die Analyse für die Untergruppen ‚Serial Angels‘ und ‚Mitglieder von Business Angel Netzwerken‘ zeigt, dass beide einen grösseren Dealflow haben, häufiger investieren, sich an mehr Jungunternehmen beteiligen und deshalb insgesamt grössere Beträge in Jungunternehmen investieren als der durchschnittliche Schweizer Business Angel. Serial Angels weisen überdies mehr Exit-Erfahrung auf.

Für die Vermögenszusammensetzung Schweizer Angels lässt sich festhalten, dass sie verglichen mit internationalen HNWI überdurchschnittlich häufig in Beteiligungskapital investieren. Am meisten Geld legen sie in börsennotierte Aktien an (27%). Zusammen mit Beteiligungen an etablierten, nicht kotierten Unternehmen (13%) und Beteiligungen an jungen, nicht kotierten Unternehmen (12%) besteht mehr als die Hälfte des Vermögens aus Aktien. Als überraschend ist die negative Korrelation zwischen den Vermögensanteilen an börsennotierten Aktien und Jungunternehmen zu bewerten.

Die durchgeführten Hypothesentests sollen Auskunft darüber geben, ob das Modell für Risikoverhalten in der Kapitalanlage dabei behilflich ist, das Anlageverhalten von Business Angels zu erklären. Die Resultate sind nicht eindeutig. Zwar bestehen für sechs der sieben Hypothesen die postulierten Zusammenhänge. In den meisten Fällen sind sie jedoch nicht signifikant. Hier dürfte sich die geringe Grösse der Stichprobe negativ bemerkbar machen.

Abzulehnen sind die Hypothesen 3a und 3b. Der Zusammenhang zwischen Extraversion eines Angels und seiner Neigung, in Jungunternehmen zu investieren, lässt sich nicht eindeutig nachweisen. Aufgrund des Datenmaterials muss der behauptete positive Zusammenhang zwischen reizarmer Lebenssituation eines Angels und seiner Neigung, in Jungunternehmen zu investieren, abgelehnt werden.

Anzunehmen sind hingegen die Hypothesen 5 und 7. Je stärker die Verhaltenskontrolle eines Angels ausgeprägt ist, desto eher investiert er in Jungunternehmen (H5), und je

grösser seine Neigung, in Jungunternehmen zu investieren, desto eher investiert er tatsächlich (H7).

Obwohl die Ergebnisse der Hypothesentests nicht eindeutig sind, ist das Erklärungsmodell von Müller-Peters gleichwohl ein nützliches Instrument, verschiedene Antriebe und Hemmnisse, die auf die Anlageentscheidung eines Business Angels einwirken, gedanklich ordnen zu können. Wie die Antworten der Angels zeigen, sind sie generell stark renditeorientiert. Das Renditemotiv ist ein zentraler Grund, weshalb sie in Jungunternehmen investieren. Obwohl ihnen diese Investitionen einen erheblichen Analyse- und Betreuungsaufwand bereiten, empfinden die Angels die Investitionen mehrheitlich nicht als belastend. Die Investitionen in Jungunternehmen bereiten ihnen Freude und werden als spannend bezeichnet.

In der Kapitalanlage verlassen sich die Angels vor allem auf ihre eigene Meinung. Experten nehmen eine untergeordnete Rolle ein. So bringt selbst ein kritischer Kommentar eines Branchenkenners die Mehrzahl der Angels nicht mehr von einer unmittelbar bevorstehenden Investition ab.

Grundsätzlich sind die Business Angels der Stichprobe stark erfolgsmotiviert. Sie streben hohe Ziele an und sind in der Lage, ihr Entscheidungsverhalten weitgehend gegen störende Einflüsse abzuschirmen. Durch ihre ausgeprägte Willensstärke sind sie in der Lage, sich auf die gewählten Ziele zu fokussieren. Gerät eine Beteiligung in eine Krise, macht es ihnen nichts aus, den Betreuungsaufwand für das Jungunternehmen zu erhöhen, denn ein gescheitertes Jungunternehmen würde sowohl ihr Vermögen als auch ihren Selbstwert negativ beeinflussen. Entwickeln sich die Beteiligungen hingegen erfolgreich, steigert das ihren Selbstwert. Dabei ist ihnen nicht wichtig, wie andere Menschen ihre Leistung beurteilen. Offenbar ist die Selbstmotivation die treibende Kraft. So sind die Angels der Meinung, dass Investitionen in Jungunternehmen wichtig sind, dass ihnen diese Investitionen jedoch bei Dritten kaum ein positives Ansehen verschaffen.

Im Schlusskapitel der Dissertation geht der Autor auf die Forschungsfragen und die Relevanz der Untersuchung ein. Der Autor zeigt auf, weshalb er die Forschungsfragen als

beantwortet betrachtet. Ausserdem sieht er die Relevanz der Untersuchung bestätigt, da die präsentierten Ergebnisse sowohl aus nationaler als auch aus internationaler Sicht als neuartig bezeichnet werden können. Aufgrund der Auswahl der Probanden kann die vorliegende Stichprobe nicht als repräsentativ charakterisiert werden. Die Resultate sind in vergleichbaren Bereichen den Resultaten aus anderen Ländern ähnlich, und scheinen deshalb trotz des verwendeten Auswahlverfahrens eine gewisse Aussagekraft über die Stichprobe hinaus aufzuweisen. Danach werden mögliche Implikationen der Forschungsergebnisse für Jungunternehmer, potenzielle Business Angels und die Politik aufgezeigt. Zum Schluss werden Überlegungen zur Zukunft des Business Angel Marktes und zu zukünftigen Forschungsanstrengungen präsentiert. Der Verfasser der Arbeit ist der Meinung, dass sich der Business Angel Markt momentan in einer sehr guten Verfassung befindet. Weitere Forschungsbemühungen können ihren Teil dazu beitragen, dass diese Entwicklung nachhaltig gesichert und weiter gefördert wird.

### **Verwendete Literatur**

- Harrison, Richard T.; Mason, Colin M. (1999).** An Overview of Informal Venture Capital Research. *Venture Capital: an international journal of entrepreneurial finance*, Nr. 2, 95-100.
- Müller-Peters, Horst. (1999).** Motivation und Risikoneigung privater Geldanleger - Millers Ratten statt Skinners Tauben? In: L. Fischer, T. Kutsch, & E. Stephan (Hrsg.), *Finanzpsychologie* (Seite 135-158). München: Oldenbourg.
- Riffelmacher, Martin. (2006).** Erfolgreiche Zusammenarbeit von Business Angels und Start-Ups in der Schweiz. Göttingen: Cuvillier.
- Wetzel, William E. Jr. (1981).** Informal Risk Capital in New England. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 217-245.
- Wetzel, William E. Jr. (1983).** Angels and Informal Risk Capital. *Sloan Management Review*, Summer, 23-34.