

# She's got Wings

Eine Analyse weiblicher  
Business Angels und ihres  
Investmentverhaltens



© Bertelsmann Stiftung  
September 2023

Herausgeber  
Bertelsmann Stiftung  
Carl-Bertelsmann-Straße 256  
33311 Gütersloh  
www.bertelsmann-stiftung.de

Verantwortlich  
Melanie Wodniok

Autorinnen  
Prof. Dr. Heike M. Hölzner  
Dr. Heike Wemhoff  
Vanessa Fischer

Unter Mitwirkung von  
Giulia Merker  
David Siebeneich

Lektorat  
Paul Kaltefleiter, Bielefeld

Gestaltung  
Dietlind Ehlers, Bielefeld

Bildnachweis

Titelbild © Getty Images/iStockphoto/pixelfit,  
Seite 7: © Dr. Anna Christmann, Seite 9: © Ansichtssache\_Britta Schröder  
und © Kai Uwe Oesterhelweg, Seite 45: © @Rentsch/HTW Berlin,  
© Dr. Heike Wemhoff, © Vanessa Fischer



Der **Text** und die **Grafiken** dieser Publikation sind urheberrechtlich geschützt und lizenziert unter der Creative Commons Namensnennung 4.0

International (CC BY-SA 4.0) Lizenz. Den vollständigen Lizenztext finden Sie unter: <https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/legalcode.de>

Das eingebundene **Titelfoto** und die **Fotos** aus Seite 7, 9 und 45 sind ebenfalls urheberrechtlich geschützt, unterfallen aber nicht der genannten CC-Lizenz und dürfen nicht verwendet werden.

DOI 10.11586/2023055

# She's got Wings

## Eine Analyse weiblicher Business Angels und ihres Investmentverhaltens

**Ergebnisbericht zur Studie über das Such- und  
Entscheidungsverhalten von weiblichen Business Angels  
in Deutschland**

Prof. Dr. Heike M. Hölzner

Dr. Heike Wemhoff

Vanessa Fischer

# Inhalt

---

6	<b>Vorwort</b>
10	<b>Management Summary</b>
13	<b>Einleitung</b>
13	Ausgangslage
14	Methode
17	<b>Warum werden Frauen als Business Angel aktiv?</b>
17	Motivation
20	Umgang mit Investitionsrisiken
21	<b>Wie finden und bewerten Angelinvestorinnen Start-ups, in die sie investieren?</b>
21	Deal Sourcing
23	Screening
28	Due Diligence
31	Entscheidungsfindung
34	Zwischenfazit zum Entscheidungsprozess
36	<b>Wie geht es nach dem Investment weiter?</b>
40	<b>Fazit und Empfehlungen</b>
43	<b>Literaturverzeichnis</b>
45	<b>Autorinnen</b>

---

## Abbildungen

- 15    Abbildung 1:    **Methodischer Aufbau**
- 18    Abbildung 2:    **Investitionsmotive**
- 19    Abbildung 3:    **Bewertung der einzelnen Investitionsmotive**
- 22    Abbildung 4:    **Ursprung der Investitionsmöglichkeiten**
- 25    Abbildung 5:    **Bewertungskriterien für Investitionsmöglichkeiten**
- 26    Abbildung 6:    **Durchschnittliche Bewertung und Standardabweichungen einzelner Entscheidungskriterien**
- 27    Abbildung 7:    **Durchschnittliche Bewertung und Standardabweichungen der aggregierten Entscheidungskategorien**
- 29    Abbildung 8:    **Beteiligte Personen im Rahmen der Due Diligence**
- 32    Abbildung 9:    **Struktur der Entscheidungsfindung erfahrener Investorinnen**
- 33    Abbildung 10:    **Struktur der Entscheidungsfindung von Neuinvestorinnen**
- 34    Abbildung 11:    **Stufen im Entscheidungsprozess von Investorinnen**
- 37    Abbildung 12:    **Inhalte der Zusammenarbeit zwischen Investorinnen und ihren Portfoliounternehmen**
- 38    Abbildung 13:    **Erwartungen an die Zusammenarbeit zwischen Investorinnen und ihren Portfoliounternehmen**
- 39    Abbildung 14:    **Zeitliches Engagement der Investorin pro Start-up und Monat**

# Vorwort

---

von Dr. Anna Christmann, Beauftragte des BMWK  
für die Digitale Wirtschaft und Start-ups

Sehr geehrte Damen und Herren,  
liebe Leserinnen und Leser!

Die deutsche Wirtschaft vollzieht gerade tiefgreifende Transformationsprozesse hin zu einer klimaneutralen Wirtschaft. Dafür brauchen wir alle Potenziale in allen Bereichen und auf allen Positionsebenen der Wirtschaft. Dazu gehören auch die vielen bestens qualifizierten Frauen. Auf sie können wir sowohl aus wirtschaftlichen als auch aus gesellschaftlichen Gründen nicht verzichten. Gemischte Teams sind innovativer, und Investitionsentscheidungen brauchen verschiedene Perspektiven. An der Gestaltung des Wirtschafts- und Innovationsstandorts Deutschland müssen daher alle beteiligt sein, das ist noch zu häufig nicht der Fall.

Frauen sind in Deutschland noch immer nicht ausreichend am Wirtschafts- und Arbeitsleben beteiligt. Fast die Hälfte aller Erwerbstätigen in Deutschland sind Frauen und wir haben in Deutschland eine der höchsten Erwerbstätigenquoten von Frauen in Europa. Allerdings arbeitet fast die Hälfte dieser Frauen in Deutschland in Teilzeit. Das sind rund viermal so viele wie Männer und deutlich mehr als im EU-Durchschnitt.

Das Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz (BMWK) arbeitet engagiert und entschlossen daran, durch die richtigen Rahmenbedingungen die Gleichstellung von Frauen und Männern in der Wirtschaft voranzubringen. Beispielsweise haben wir auf Anregung der BMWK-Initiative „FRAUEN in Mittelstand, Handwerk, Gründungen und Start-ups“ gemeinsam mit fünf Bundesministerien und 27 weiteren Beteiligten den Aktionsplan „Mehr Unternehmerinnen für den Mittelstand“ hervorgebracht, der über 40 Maßnahmen enthält. Eine davon ist die Anfang Juni 2023 in Kraft getretene Förderrichtlinie „EXIST Women“, mit der wir Frauen stärker auf eine Gründung aus der Wissenschaft vorbereiten, sodass sie erfolgreicher eine Karriere als Gründerin starten können. Auch die im Juli 2022 verabschiedete Start-up-Strategie enthält ein eigenes Handlungsfeld mit verschiedenen Maßnahmen, die darauf abzielen, die Diversität im Start-up-Ökosystem zu steigern.



Zwar ist der Anteil der Start-up-Gründerinnen in den letzten Jahren gestiegen. Mit rund 20 Prozent ist er aber weiterhin zu niedrig. Im Business-Angel-Wesen sieht es mit dem Frauenanteil in Deutschland derzeit noch weniger gut aus. Mit dem Förderprogramm „INVEST – Zuschuss für Wagniskapital“ fördert das Bundeswirtschaftsministerium seit zehn Jahren Investitionen von Business Angels in junge, innovative Unternehmen. Der Frauenanteil an den INVEST-geförderten Investierenden beträgt nur rund 15 Prozent, was auch in etwa dem Frauenanteil unter deutschen Business Angels allgemein entspricht. Dabei würde ein höherer Frauenanteil unter Business Angels mittelbar auch mehr Frauen motivieren, mit einer eigenen Geschäftsidee an den Start zu gehen.

Der Business Angels Netzwerk Deutschland e. V. (BAND) hat daher die „Women Angels Mission '25“ gestartet. Mit dieser groß angelegten öffentlichkeitswirksamen Initiative sollen mehr Frauen als Business Angel mobilisiert und weibliches Angel Investing sichtbar gemacht werden. Das Bundeswirtschaftsministerium unterstützt diese wichtige Arbeit des BAND mit einer jährlichen Zuwendung und hat die Schirmherrschaft über diese Initiative übernommen.

Damit die Bundesregierung weibliches Angel Investing auch zukünftig weiter voranbringen kann, ist jede Forschung zu diesem Thema zu begrüßen. Auch die hier vorliegende Studie liefert einen wertvollen Beitrag für ein tieferes Verständnis des Investmentverhaltens weiblicher Business Angel, was eine Grundvoraussetzung dafür ist, das Potenzial weiblicher Business Angel heben zu können. Ich danke daher allen Beteiligten für die Erarbeitung und wünsche eine anregende Lektüre!

Ihre

Dr. Anna Christmann

MdB, Koordinatorin der Bundesregierung für Luft- und Raumfahrt,  
Beauftragte des BMWK für die Digitale Wirtschaft und Start-ups,  
Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz

# Vorwort

---

der Bertelsmann Stiftung

Männlich, weiß, Akademiker:innenkind, BWL-Studium – so lautet das gängige Klischee, wenn es um Start-up-Gründer in Deutschland geht. Und an diesem Klischee ist durchaus etwas dran: Nur 20,3 Prozent betrug 2022 der Anteil der Gründerinnen, 21,3 Prozent der Gründer:innen hatten einen Migrationshintergrund, nur 12,8 Prozent hatten keinen Hochschulabschluss.

Das deutsche Start-up-Ökosystem ist weder divers noch besonders inklusiv. Somit bleibt ein großes Potenzial von aktuell gründungsfernen Bevölkerungsgruppen und ihren Ideen für Produkte, Services und Lösungen ungenutzt. Dies schadet der Innovations- und Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft und ist Ausdruck unzureichender Teilhabe.

Die Bertelsmann Stiftung möchte einen Beitrag dazu leisten, dieses Potenzial zu heben, indem sie empirisch Erfolgsfaktoren und Hindernisse für Start-up-Gründungen von Frauen, Nicht-akademiker:innen und Menschen mit Migrationshintergrund ermittelt, Handlungsempfehlungen für verbesserte Rahmenbedingungen entwickelt und Entscheider:innen aus Politik, Wirtschaft und Wissenschaft bei der Umsetzung von Reformvorschlägen begleitet.

Entscheidenden Einfluss auf das deutsche Start-up-Ökosystem haben die Risikokapitalgeber:innen und dort an vorderster Stelle Business Angels. In der Frühphase von Start-ups unterstützen sie mit Kapital, Wissen, Erfahrungen und Kontakten und tragen ein hohes Investitionsrisiko. Sie führen eine Filterfunktion aus, da ihr Investmenteinstieg oft erst den Weg für die Wachstumsfinanzierung durch Fondsinvestor:innen ebnet. Wie sich demnach Business Angels entscheiden, in welche Start-ups und Produkte sie investieren oder nicht, hat maßgeblichen Einfluss auf das Innovations- und Gründungsgeschehen in Deutschland.

Derzeit geht man in Deutschland davon aus, dass von ca. 11.000 Business Angels nur 13,6 Prozent weiblich sind – das bedeutet, dass ca. 1.500 Frauen als Business Angels aktiv sind. Wie der Business Angel Report 2023 aufzeigt, gingen 26 Prozent der erhobenen Investments von weiblichen Business Angels an Gründerinnen bzw. Mixed Teams. Im gleichen Zeitraum haben diese Gründer:innen(teams) von männlichen Business Angels nur 14 Prozent der Investments erhalten.

---

Die Erhöhung des Anteils von weiblichen Business Angels könnte demnach eine Möglichkeit sein, wie das deutsche Start-up-Ökosystem diverser werden kann. Empirische Grundlagen dafür liegen für den deutschsprachigen Raum eher wenige vor – ein Grund, um sich mit der Motivation sowie dem Such- und Entscheidungsverhalten von weiblichen Business Angels auseinanderzusetzen, um daraus Handlungsempfehlungen für bessere Rahmenbedingungen abzuleiten. In Kooperation mit encourageventures e.V. hat sich die Bertelsmann Stiftung dieser Forschungslücke gestellt:

Die vorliegende Studie möchte im Kern die folgenden drei Fragen beantworten: Warum werden Frauen als Business Angel aktiv? Wie finden und bewerten Angelinvestorinnen Start-ups, in die sie investieren? Und wie geht die Zusammenarbeit nach dem Investment weiter?

30 Interviews wurden mit weiblichen Business Angels geführt und deren Ergebnisse durch eine Onlinebefragung unter 84 aktiven Investorinnen ergänzt. Die Zitate aus den Interviews geben Einblicke in die Gedanken, strategischen Überlegungen und Einschätzungen von weiblichen Business Angels und machen den Prozess vom Deal Sourcing bis zur Investmententscheidung nachvollziehbar.

Die abschließenden Handlungsempfehlungen sollen zur Sensibilisierung für die Bedeutung von weiblichen Business Angels im deutschen Start-up-Ökosystem beitragen und Entscheider:innen in Politik und Wirtschaft unterstützen, die Rahmenbedingungen für Frauen in der Investmentbranche zu verbessern.

Wir wünschen eine interessante Lektüre!



Melanie Wodniok  
Project Manager, Bertelsmann Stiftung



Dr. Daniel Schraad-Tischler  
Director, Bertelsmann Stiftung

# Management Summary

---

Zwei von drei Start-up-Investments, die in Deutschland getätigt werden, stammen von Business Angels (Business Angel Report 2023: 8). Neben Kapital stellen sie Start-ups in der Frühphase auch Wissen, Erfahrungen und Kontakte zur Verfügung. Business Angels tragen einen großen Anteil des Innovationsrisikos und ermöglichen oft erst die Wachstumsfinanzierung durch Fondsinvestor:innen. Wie sich Business Angels entscheiden, in welche Unternehmen und Geschäftsmodelle sie investieren oder auch nicht, prägt somit das Innovationsgeschehen in Deutschland maßgeblich mit.

Vor diesem Hintergrund ist eine möglichst diverse Investor:innenlandschaft wünschenswert. Ein Aspekt ist das Geschlecht der Investor:innen. In der Vergangenheit wurde wiederholt festgestellt, dass weibliche Business Angels andere Sektoren bevorzugen und häufiger in Unternehmen investieren, die von Frauen gegründet wurden oder die eine weibliche Kundengruppe adressieren (Sohl und Hill 2007: 207–222). Allerdings liegt der Frauenanteil unter Business Angels in Deutschland momentan bei gerade 13,6 Prozent. Das entspricht ca. 1.500 Angelinvestorinnen (Business Angel Report 2023: 5).

In der vorliegenden Untersuchung wurden 30 Tiefeninterviews und eine Onlinebefragung durchgeführt, um die Motive sowie das Entscheidungsverhalten dieser Investorinnen zu untersuchen. Bei aller Unterschiedlichkeit der Gesprächspartnerinnen traten einige Beobachtungen hervor, die im Folgenden zusammengefasst werden. Sie dienen als Basis für die im Anschluss formulierten Empfehlungen, um den Anteil weiblicher Business Angels zu erhöhen und damit langfristig auch zu mehr Diversität in der Start-up-Szene beizutragen.

## Kapital mit Wirkung

Sowohl die Interviewergebnisse als auch die Daten der Onlinebefragung und vergleichbare Studien aus den USA (How Women [and Men] invest in startups 2022) weisen darauf hin, dass die Freude am Unternehmertum und der Wunsch, durch ihr Engagement eine positive Veränderung in der Gesellschaft zu bewirken, zu den zentralen Motiven gehören, wenn Frauen als Business Angel aktiv werden.

Das bedeutet im Umkehrschluss jedoch nicht, dass die erwartete Rendite kein entscheidender Faktor ist. Viele der im Rahmen dieser Studie befragten Investorinnen betrachten sie als notwendige, aber nicht notwendigerweise auch hinreichende Bedingung. Nach dem Motto „Doing good by doing well“ sehen sie die Investitionen in Start-ups als eine Möglichkeit, ihr Anlageportfolio mit ihren Werten in Einklang zu bringen.

## Aktives Risikomanagement

Die Beteiligungsfinanzierung von Start-ups ist mit einem hohen Investitionsrisiko verbunden. Wer sich für diese Assetklasse entscheidet, ist sich dessen bewusst. Das gilt auch für die im Rahmen dieser Untersuchung befragten aktiven Angelinvestorinnen. Interessant ist, mit welchen Strategien sie auf dieses Risiko reagieren.

So zeigt diese Untersuchung, dass Angelinvestorinnen viel Zeit in die eigene Vorbereitung, den Auswahlprozess und die Zusammenarbeit mit ihren Portfoliounternehmen investieren. Sie scheinen in besonderem Maße kollaborativ und persönlich im Umgang mit ihren Portfoliounternehmen zu sein. Dadurch senken sie aktiv ihr Pre- und Post-Investmentrisiko.

Einige Investorinnen betrachten die Höhe des Risikos und der Rendite zudem als kompensatorische Auswahlkriterien. Das bedeutet: Ein Startup, dessen erwartbares Multiple, also der Gewinnhebel, als moderat eingeschätzt wird, kann trotzdem als attraktive Investitionsgelegenheit wahrgenommen werden, wenn gleichzeitig das Ausfallrisiko niedrig eingeschätzt wird. Diese Anlagestrategie ist durchaus erfolgreich (Gompers und Kovvali 2018), öffnet den Blick auch für andere Arten von Geschäftsmodellen und liegt sogar in dem 2023 am Markt für Risikokapital vorherrschenden Trend. Immer häufiger fordern dort Investor:innen Start-ups auf, von Wachstums- auf Profitabilitätspläne zu wechseln.

## Lebendige und transparente Netzwerke

Die befragten Investorinnen gaben durchweg an, dass formelle und informelle Netzwerke für sie sehr wichtig sind. Das gilt insbesondere in Bezug auf ihren Dealflow.

Sogenannte Outbound-Angebote, wie z. B. Pitch Nights oder Demo Days, sind vor allem für Neuinvestorinnen von Bedeutung. Erfahrene Investorinnen nutzen diese Quellen eher für das Screening des Marktes, tätigen Investitionen jedoch überwiegend auf Basis ihres Inbound-Dealflows, d. h. über direkte Empfehlungen aus dem Netzwerk.

Beide Investorinnengruppen schätzen die Mitgliedschaft in Female-Angel-Netzwerken und nehmen sie im Vergleich zu anderen Business-Angel-Netzwerken als lebendiger und transparenter wahr.

## Diversere Dealflows

Viele der Gesprächspartnerinnen äußerten, dass sie überdurchschnittlich viele Anfragen von Gründerinnen erhalten. Dieser Eindruck bestätigt Erkenntnisse aus früheren Studien: Gründerinnen haben eine höhere Neigung, Kapital bei einer Investorin zu suchen, so sie verfügbar ist, als bei einem Investor (Becker-Blease und Sohl 2007). Für Investorinnen, die in Netzwerken speziell für weibliche Business Angels aktiv sind, potenziert sich der Effekt.

Die Teilnehmerinnen dieser Studie empfinden das als Vorteil, genauso wie die Tatsache, dass immer mehr Start-ups Wert auf einen diversen Cap Table, also auf die Zusammensetzung der Investor:innengruppe legen. Dadurch sei es häufig möglich gewesen, noch in bereits geschlossene Runden einzusteigen.

## Persönlicher „Fit“ in der Vorauswahl

Alle Business Angels nutzen zu Beginn des Auswahlprozesses häufig ein einfaches Ausschlussverfahren, um ihren Dealflow auf ein überschaubares Maß zu reduzieren. Sie suchen bestimmte Muss-Kriterien in den Investitionsgelegenheiten und unterziehen nur den Teil des Dealflows einer gründlicheren Prüfung, der hier keine Fehler aufweist (Maxwell 2018: 80).

Auch die Gesprächspartnerinnen dieser Studie gehen so vor. Die Bewertungsfelder, wie das Team, die Größe des Marktes oder das Alleinstellungsmerkmal der Idee, entsprechen denen anderer Business Angels. Besonderheiten zeigen sich allerdings im Detail der Einschätzung, was als Fehler gewertet wird. So ist für 30 Prozent der Interviewpartnerinnen die mangelnde Diversität eines Teams ein Ausschlusskriterium. Noch stärker wirken das persönliche Interesse der Investorin am Thema oder ihre Expertise in diesem Bereich. Dadurch gelangt eine andere Vorauswahl in die nächste Phase.

## Fokus auf das Team in der Due Diligence

Erfahrene Business Angels investieren im Durchschnitt weniger Zeit in die Due Diligence als weniger erfahrene Business Angels. Finanzprognosen weisen sie eine geringere Bedeutung zu, weil sie wissen, dass diese in der Frühphase nicht belastbar sind (Van Osnabrugge und Robins 2000; Harrison, Mason und Smith 2015).

Auch unter den im Rahmen der Studie interviewten Angelinvestorinnen gaben die wenigsten an, eine Due Diligence in den Bereichen Technologie oder Finanzen durchzuführen. Stattdessen verwenden sie verhältnismäßig viel Zeit auf die Beschäftigung mit dem Team und legen besonderen Wert auf die Persönlichkeitseigenschaften der Gründer:innen.

Für die Angelinvestorinnen spielen Intuition und Bauchgefühl an dieser Stelle eine große Rolle. Viele gaben an, im Vergleich zu männlichen Business Angels darin einen Vorteil für sich zu sehen.

## Empfehlungen

Betrachtet man die Ergebnisse der vorliegenden Studie in der Gesamtschau, wird deutlich, dass die Tendenz, dass weibliche Business Angels verstärkt in Gründerinnen und Start-ups mit einer weiblichen Zielgruppe investieren, durch zwei Faktoren begünstigt wird:

- Zum einen spiegeln die Portfolios der Investorinnen ihr besonderes Interesse an einem bestimmten Thema und/oder ihre besondere Fachexpertise in bestimmten Bereichen wider. Investorinnen ziehen Sektoren in Betracht, die traditionell von männlichen Business Angels übersehen werden, weil sich diese nicht damit auskennen.
- Zum anderen erhalten Angelinvestorinnen im Vergleich mehr Anfragen von Gründerinnen und bauen leichter einen persönlichen Bezug zu ihnen auf, was die Auswahlentscheidung positiv beeinflusst.

Angelinvestorinnen verhalten sich damit so, wie es von Business Angels generell erwartet werden sollte: Sie treffen Entscheidungen vor dem Hintergrund ihrer Expertise und ihrer Stärken. Weil sie damit gleichzeitig zur Diversität der Start-up-Landschaft beitragen, ist es wünschenswert, den Frauenanteil unter Business Angels in Deutschland zu erhöhen.

Natürlich dürfen zu diesem Zweck die Anlagerisiken der Assetklasse nicht marginalisiert werden. Eine Tätigkeit als Business Angel ist nicht für jede Frau in gleicher Weise zugänglich oder erstrebenswert. Trotzdem ist das Potenzial möglicher Angelinvestorinnen in Deutschland noch bei Weitem nicht ausgeschöpft. Wenn man es heben möchte, dann durch Maßnahmen,

die Wissen, Zeit und Kapital hebeln und den Interessen weiblicher Business Angels besser gerecht werden. Dazu gehören:

1. die Stärkung von **Investorinnennetzwerken**, in denen Dealflows geteilt und Erfahrungswissen ausgetauscht wird und die gleichzeitig für Gründerinnen als zentrale Anlaufstelle dienen können
2. ein **Imagewandel in der Investmentszene**, in dem mithilfe realer Vorbilder die Vielfalt der Aufgaben und Gestaltungsmöglichkeiten im Investmentbereich aufgezeigt und die öffentliche Wahrnehmung von Investorintention neu geprägt wird
3. die Förderung von **Informations- und Schulungsangeboten**, die Neuinvestorinnen schnell einen fachlichen Einstieg ins Thema ermöglichen und ihre Sorge adressieren, nicht ausreichend Wissen zu haben
4. eine Unterstützung **kooperativer Investmentformen**, sowohl von auf Frauen spezialisierten Fondsinvestments, die ein guter Einstieg für Neuinvestorinnen und ein wichtiger Multiplikator sind, als auch durch gemeinsame Direktinvestments von und mit Frauen, sogenannte „Club-Deals“

# Einleitung

## Ausgangslage

Eine florierende Start-up-Landschaft ist ohne Business Angels nicht denkbar. Neben Eigenmitteln und der staatlichen Förderung sind sie in der Frühphase die wichtigste Kapitalquelle für innovative und wachstumsstarke Gründungen. Jedes dritte Start-up in Deutschland gibt an, durch Business Angels finanziert zu sein. Jedes zweite wäre es gern (Kollmann u. a. 2022: 36). Angelinvestor:innen bringen neben Kapital auch Wissen, Erfahrungen und Kontakte mit ein. So beflügeln sie den Innovationsstandort Deutschland. Aber nicht nur das. Weil ein Angelinvestment in der Regel auch der Einstieg für weitere Wachstumsfinanzierungen ist, fungieren Angelinvestor:innen auch als Filter. Ihre Entscheidung, wen sie auswählen und unterstützen, prägt das Gründungs- und Innovationsgeschehen im Land.

Wie viele Business Angels es in Deutschland tatsächlich gibt, ist schwer zu ermitteln. Investments durch nicht oder noch nicht gewandelte Wandeldarlehen – eine spezielle Form der Finanzierung, die es den Gläubiger:innen ermöglicht, einen Kredit zu einem späteren Zeitpunkt in Anteile eines Start-ups umzuwandeln – lassen sich z. B. empirisch kaum erfassen. Betrachtet man nur die über das Handelsregister nachverfolgbaren Direktinvestments, geht man in Deutschland derzeit von ca. 11.000 aktiven Business Angels aus. Sie haben zwischen Juli 2019 und Dezember 2022 mehr als 3.500 Start-ups mit fast 20.000 Einzelinvestments finanziert (Business Angel Report 2023: 4).

Business Angels sind private Investor:innen, die in der Regel zu einem sehr frühen Zeitpunkt investieren, zu dem der erwartete Geschäftserfolg und die Bewertung des Unternehmens schwer einzuschätzen sind. Der durchschnittliche Business Angel in Deutschland ist 49 Jahre alt und gut gebildet. 11,4 Prozent von ihnen haben einen Doktorgrad oder sogar einen

Professorentitel. Sie leben besonders häufig in Berlin oder in Bayern und sind dann überdurchschnittlich aktiv, wenn sie zuvor selbst ein Start-up gegründet haben. Nur 13,6 Prozent dieser Business Angels sind weiblich (Business Angel Report 2023: 4). Das ist ein Wert, der sich, anders als die Gründerinnenquote, in den letzten Jahren in Deutschland kaum verändert hat und auch in VC-Firmen nicht wesentlich besser ist. Dort betrug der Frauenanteil unter allen Beschäftigten im Jahr 2022 ca. 17 Prozent und im Fondsmanagement sogar nur gerade einmal 7 Prozent (KfW Research 2022: 12).

In diesem Umfeld erhielten weibliche Gründungsteams in Deutschland im Jahr 2022 nur 5,3 Prozent der Deals und 0,9 Prozent des investierten Risikokapitals. Gemischtgeschlechtliche Teams realisierten 11,8 Prozent des Kapitals (PitchBook 2023). Ihren Anfang nimmt diese Ungleichverteilung in der Angelfinanzierung. Für von Frauen geführte Start-ups lag die Differenz zwischen dem Wunsch einer Business-Angel-Finanzierung als bevorzugter Kapitalquelle und der tatsächlich erhaltenen Finanzierung im Jahr 2021 bei 28,8 Prozent, während sie für rein männliche Teams bei nur 11,4 Prozent lag (Hirschfeld, Gilde und Walk 2022: 26).

Die Erhöhung des Anteils von weiblichen Business Angels könnte eine Chance sein, das Start-up-Ökosystem inhaltlich vielfältiger zu gestalten und den Zugang zu Risikokapital für Gründerinnen zu verbessern (Morgan Stanley 2019). In der Vergangenheit wurde wiederholt festgestellt, dass Angelinvestorinnen andere Sektoren bevorzugen und häufiger in Unternehmen investieren, die von Frauen gegründet wurden und/oder eine weibliche Kundengruppe adressieren (Sohl und Hill 2007). Auch aktuelle Zahlen aus Deutschland bestätigen das: 26 Prozent der im Business Angel Report 2023 erhobenen Investments weiblicher Business Angels gingen an Start-ups, die von

Frauen oder gemischten Teams geführt wurden. Im Vergleich dazu investierten männliche Business Angels im gleichen Zeitraum nur zu 16 Prozent in Start-ups von Frauen oder gemischten Teams (Business Angel Report 2023: 15).

Daher wurde die Unterstützung von Angelinvestorinnen auch als ein Ziel der im Juni 2022 veröffentlichten Start-up-Strategie der Bundesregierung formuliert (BMWK 2022). Um wirksame Maßnahmen zu entwickeln, ist es jedoch erforderlich, die Motive und Bedürfnisse der Zielgruppe genauer zu verstehen. Im Rahmen der vorliegenden Studie wurden daher das Such- und Entscheidungsverhalten von aktiven Angelinvestorinnen untersucht.

Die Teilnehmerinnen der Studie hatten unterschiedliche berufliche und private Hintergründe, äußerten verschiedene Investitionsziele und brachten unterschiedlich umfangreiche Erfahrungen mit. Sie sind, wie es für Business Angels grundsätzlich gilt, daher nicht als homogene Gruppe zu betrachten.

Die in diesem Bericht vorgestellten Ergebnisse sollen folglich auch nicht „die“ Angelinvestorin porträtieren. Vielmehr geht es darum, Gemeinsamkeiten, die bei aller Unterschiedlichkeit hervortreten, sichtbar zu machen und in die Diskussion rund um Unterstützungsmöglichkeiten einzubringen.

## Methode

### Definition und Abgrenzung

Unter Business Angels werden in dieser Studie vermögende und oft unternehmerisch erfahrene Privatpersonen verstanden, die junge, wachstumsstarke Unternehmen mit finanziellen Mitteln, Wissen und Netzwerkkontakten unterstützen. Man spricht in diesem Zusammenhang auch von den zwei Flügeln des Business Angels: dem Kapitalflügel und dem Know-how-Flügel.

Business Angels investieren als natürliche Personen oder über eine Beteiligungsgesellschaft. Im Unterschied zum „formellen Beteiligungskapital“, das in späteren Phasen durch Beteiligungsgesellschaften, insbesondere Venture Capital Fonds (VC), investiert wird, setzen sie ausschließlich ihr eigenes Geld ein.

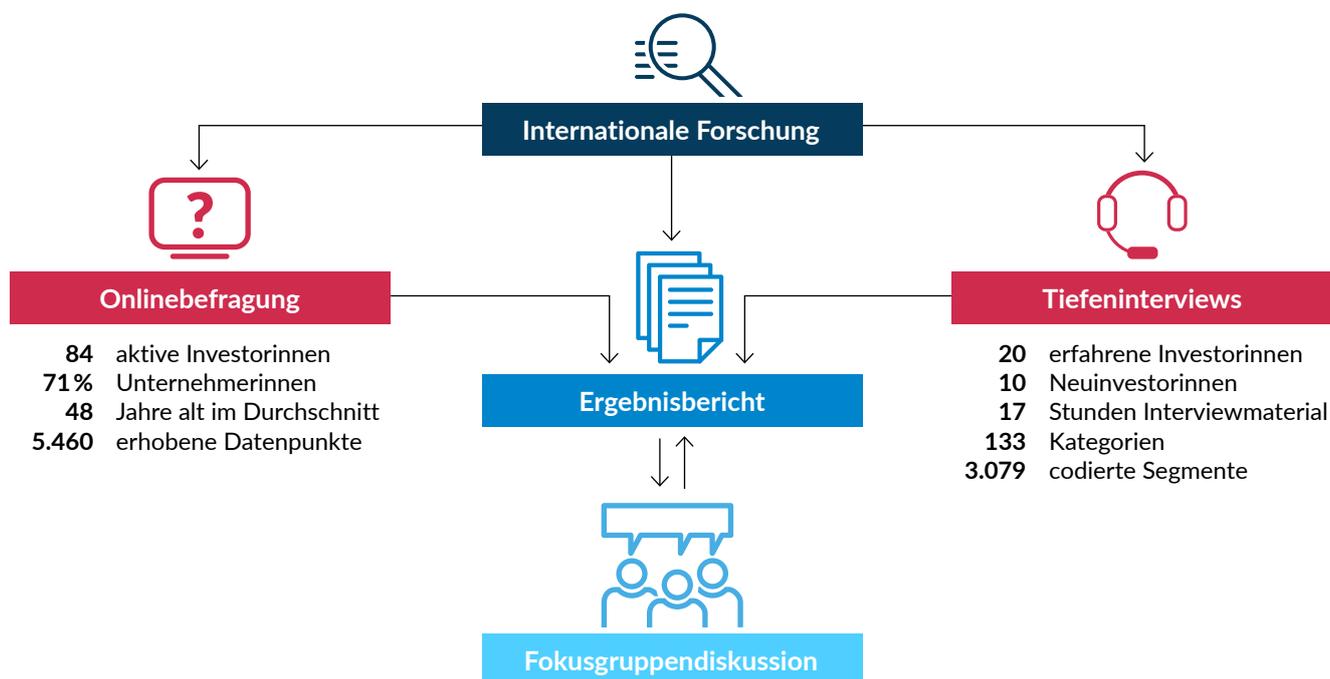
Außerdem investieren Angelinvestor:innen früher und in der Regel kleinere Beträge als VCs. Das bedeutet, dass der Prozess der Bewertung und Entscheidungsfindung ein anderer ist. Angelinvestor:innen kompensieren den Mangel an Daten in der Frühphase mit Intuition und Erfahrungswissen (Croce, Ughetto und Cowling 2020; Vasić und Slavec Gomezel 2022), das sie nicht selten selbst als Unternehmer:innen gesammelt haben. VCs führen eine umfangreichere Due Diligence durch, bewerten einige Faktoren anders (Hsu u. a. 2014), haben umfassendere Dokumentationspflichten als Business Angels und sind bei ihren Entscheidungen stark von der Kultur des Unternehmens, in dem sie tätig sind, geprägt (Evans und Hudson 2005).

Es ist daher wichtig zu betonen, dass sich die Ergebnisse dieser Studie nicht oder nur zu einem sehr begrenzten Maße auf das Verhalten von weiblichen Risikokapitalinvestorinnen übertragen lassen.

### Qualitative Befragung

Das Herzstück der Untersuchung sind **Tiefeninterviews**, die mit Angelinvestorinnen aus dem deutschsprachigen Raum geführt wurden. Potenzielle Teilnehmerinnen wurden über verschiedene Angelinvestorinnen-Netzwerke angesprochen. Zudem wurden erfahrene Investorinnen gebeten, Vorschläge für Interviewpartnerinnen zu unterbreiten. Schließlich wurden Angelinvestorinnen angesprochen, die sich in ihrem Profil auf LinkedIn als solche bezeichnen oder die anderweitig hohe Sichtbarkeit besitzen, z. B. weil sie auf Listen für Angelinvestorinnen genannt werden. Das Sampling entspricht den von Mason (2018) vorgeschlagenen Wegen, wie sich der informelle Beteiligungskapitalmarkt aufschließen lässt: 1) über Netzwerke, 2) durch „snowball sampling“ und 3) über Mailinglisten.

Insgesamt wurden 55 Investorinnen kontaktiert und 30 Teilnehmerinnen erfolgreich rekrutiert. Darunter waren 20 erfahrene Investorinnen, die seit mehreren Jahren aktiv sind und bereits eine Vielzahl an Investments getätigt haben, sowie zehn Neuinvestorinnen, die erst seit kurzer Zeit aktiv sind und/oder weniger als fünf Investments getätigt haben. Diese zwei Gruppen wurden gebildet, um die Bedeutung von Routine und Erfahrungswissen im Entscheidungsprozess zu untersuchen.

Abbildung 1: **Methodischer Aufbau**

Quelle: Eigene Darstellung.

| BertelsmannStiftung

Die **Datenerhebung** erfolgte durch halbstrukturierte Interviews, die in Form von Videokonferenzen geführt wurden. Die Interviewfragen waren offen formuliert und zielten darauf ab, die Erfahrungen der Angelinvestorinnen zu verstehen, einschließlich ihrer Motivation, ihres Dealflows, der Bewertungskriterien sowie der Abwägungen im Entscheidungsprozess. Alle Interviews wurden aufgezeichnet und transkribiert. Ein Interview dauerte im Durchschnitt 32 Minuten. Insgesamt wurden somit ca. 17 Stunden Audiomaterial aufgenommen.

Anschließend wurden die Daten mithilfe einer qualitativen **Inhaltsanalyse** ausgewertet (Kuckartz und Rädiker 2022). Dazu wurden die Transkripte zunächst sorgfältig gelesen und markante Passagen, die sich auf die Erfahrungen und Herausforderungen von Angelinvestorinnen bezogen, im Anschluss analytischen Kategorien zugewiesen. Diese Kategorien wurden deduktiv-induktiv gebildet, d. h., sie wurden auf Basis bestehender Forschung zum Such- und Entscheidungsverhalten von Business Angels aufgestellt und dann im Laufe der Datenauswertung fortlaufend überarbeitet und verfeinert. Das finale Kategoriensystem bestand aus mehr als 130 Elementen. Über 3.000 einzelne Textpassagen wurden den Kategorien zugewie-

sen. Dieser Kodierungsprozess erlaubte es, individuelle Aussagen der Interviewpartnerinnen miteinander zu vergleichen.

Um die **Validität** der Ergebnisse zu erhöhen, wurden verschiedene Maßnahmen ergriffen. Durch eine sorgfältige Auswahl der Teilnehmerinnen wurde sichergestellt, dass diese eine breite Palette an Erfahrungen und Hintergründen repräsentierten. So wurde darauf geachtet, dass in beiden Investorinnengruppen (erfahrene Investorinnen vs. Neuinvestorinnen) Frauen mit unterschiedlichen beruflichen Hintergründen und auch Gründerinnen vertreten waren. Zweitens wurden die Interviews von erfahrenen Interviewer:innen geführt, was sicherstellte, dass alle relevanten Themen abgedeckt wurden. Drittens wurden die Daten sorgfältig analysiert und die Kategorien ständig überarbeitet, sodass alle wichtigen Themen erfasst werden konnten. Viertens wurde ein Teil der Daten von zwei unabhängigen Forscher:innen parallel kodiert, um die Übereinstimmung zu vergleichen (Kuckartz und Rädiker 2022: 239 f.).

## Quantitative Befragung

Ein Vorteil qualitativer Forschung ist, dass sie ein vertieftes Verständnis von komplexen Phänomenen ermöglicht und Raum für nuancierte, kontextsensitive Interpretationen lässt. Sie kann dazu beitragen, die Hintergründe, Motivationen, Bedeutungen und Erfahrungen von Personen und Gruppen sehr detailliert zu erfassen. Allerdings können auf Basis qualitativer Daten nur Aussagen darüber getroffen werden, was gesagt wurde, nicht über das, was nicht gesagt wurde. Wenn eine Investorin z. B. berichtet, dass sie das Pitch Deck genauer prüft, sie aber nicht erwähnt, sich den Finanzplan anzuschauen, dann bedeutet das nur, dass das Pitch Deck für sie besonders erwähnenswert ist, aber nicht, dass der Finanzplan keine Bedeutung hat.

Um diese Schwäche qualitativer Forschung etwas auszugleichen und Aussagen unter Interviewpartnerinnen in den Bereichen Motivation, Herkunft und Qualität des Dealflows sowie zu den Bewertungskriterien auf ein breiteres Fundament zu stellen, wurde eine ergänzende **Onlinebefragung** durchgeführt.

Der Befragungslink wurde per E-Mail sowie via Messengerdienst an die Mitglieder von mehreren Investorennetzwerken gesendet. Zudem wurde der Link über LinkedIn, ein soziales Netzwerk zur Pflege von Geschäftskontakten, geteilt, und ausgewählte Multiplikator:innen wurden gebeten, auf die Erhebung aufmerksam zu machen.

Die Befragung fand anonym statt, sodass keine Rückschlüsse auf die Aktivitäten einzelner Investorinnen möglich sind. Die Umfrage war vom 15.12.2022 bis einschließlich 24.03.2023 verfügbar und führte zu 84 gültigen Rückläufern aktiver Angelinvestorinnen.

Laut Business Angel Report 2023 sind unter den in Deutschland seit 2019 ca. 11.000 aktiven Business Angels ungefähr 1.500 Frauen. Vor dem Hintergrund dieser insgesamt kleinen Grundgesamtheit kann die gewonnene Stichprobe als relevant gelten. Gleichwohl erheben die aus den Befragungsdaten abgeleiteten Erkenntnisse weder Anspruch auf Vollständigkeit noch auf Repräsentativität.

## Fokusgruppen

**Fokusgruppendifkussionen** werden in der qualitativen Forschung verwendet, um tiefgehende Einblicke in die Meinungen, Einstellungen und Überzeugungen von Teilnehmer:innen zu einem bestimmten Thema oder Problem zu gewinnen.

Im Rahmen der vorliegenden Studie wurde die Fokusgruppe genutzt, um die aggregierten empirischen Ergebnisse auf ihre praktische Konsistenz hin zu überprüfen und Schlussfolgerungen sowie Forderungen an die Politik abzuleiten.

Zu diesem Zweck fand gemeinsam mit der Bertelsmann Stiftung, dem Bitkom e. V. und dem Bundesverband Deutsche Startups e. V. am 27.04.2023 in Berlin ein Round Table „Female Finance“ statt. Ausgewählte Ergebnisse der qualitativen und quantitativen Befragung wurden vorgestellt und anschließend in drei Themenblöcken mit 20 anwesenden Expertinnen diskutiert. Im ersten Block ging es darum, wie Frauen zu ihrem ersten Investment kommen und welche Hürden und Herausforderungen ihnen dabei begegnen. Der zweite Block widmete sich dem Investmentverhalten von Frauen. Im dritten Block ging es um Folgerungen für Politik und Wirtschaft, die sich aus den Erkenntnissen ergeben könnten.

# Warum werden Frauen als Business Angel aktiv?

## Motivation

„Warum investieren Sie als Business Angel in Start-ups?“ Diese sehr offene Frage wurde allen Gesprächspartnerinnen zu Beginn des Interviews gestellt. In der Literatur sind drei Hauptmotive für Angelinvestitionen bekannt (Sullivan und Miller 1996: 26):

1. Business Angels mit einem **ökonomischen** Motiv engagieren sich, weil sie davon ausgehen, dass sie, im Vergleich zu anderen ähnlich risikobewerteten Anlageklassen, eine überdurchschnittliche Rendite erzielen können. Angelinvestor:innen gehen davon aus, dass sie trotz erwartbarer Totalverluste über das gesamte Portfolio hinweg ihren Einsatz verdoppeln bis verdreifachen können. Aber nicht nur Renditen, sondern auch steuerliche Motive, wie die Geltendmachung von Verlustzuweisungen aus der Beteiligung, fallen unter das ökonomische Motiv.
2. **Hedonistisch** motivierte Business Angels treiben dagegen die Freude an der unternehmerischen Tätigkeit sowie ihr Interesse an einer bestimmten Branche oder einem speziellen Geschäftsmodell an. Sie suchen den Reiz neuer Herausforderungen und sind somit durch die Aufgabe motiviert.
3. Personen, die sich als Business Angel betätigen, weil sie eine gesellschaftliche Verantwortung empfinden, handeln schließlich nach einem **altruistischen** Motiv. Beispiele sind der Wunsch, junge Unternehmer:innen zu unterstützen, eigene Erfahrungen weiterzugeben, Produkte und Dienstleistungen zu fördern, die einen gesellschaftlichen Mehrwert haben, oder auch Gleichberechtigung zu begünstigen.

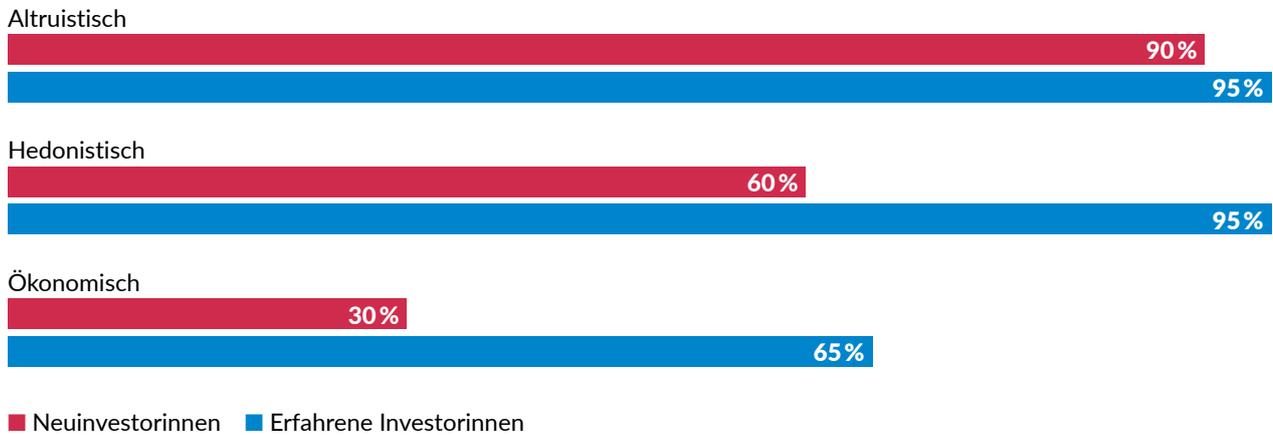
In der Praxis schließen sich diese Motive nicht gegenseitig aus, sondern tauchen in Kombination und mit unterschiedlichen Schwerpunkten auf und werden häufig zu Business-Angel-Typen verdichtet. Für den „Rational Economic Investor“ oder „Income Seeking Angel“ dominiert z. B. das ökonomische Motiv, während der „Responsive Investor“ dem altruistischen Motiv eine höhere Bedeutung zuweist. „Entrepreneur Angels“ verfolgen oft gleichermaßen ökonomische und hedonistische Motive (Sullivan 1990; Sørheim und Botelho 2018).

Auch die von uns befragten Investorinnen äußerten unterschiedliche Beweggründe. Erfahrene Investorinnen formulierten z. B. häufiger und auch klarer ökonomische Motive, als Neuinvestorinnen dies taten. 65 Prozent der erfahrenen Investorinnen und 30 Prozent der Neuinvestorinnen erwähnten mindestens einmal, dass sie eine überdurchschnittliche Rendite erwirtschaften wollen oder die Risikostreuung in ihrem Anlageportfolio optimieren möchten. Steuerliche Gründe, die in der Literatur oft Erwähnung finden, wurden in den Interviews nicht genannt.

» *Ich entscheide, ob ich investiere oder nicht, über meine Renditeerwartungen. Wie viel und wie wahrscheinlich erscheint es, dass ich sie auch erhalte.“*  
IP 8, ERFAHRENE INVESTORIN

## Abbildung 2: Investitionsmotive

Prozentualer Anteil aller befragten Investorinnen, die ein Motiv mindestens einmal genannt haben



Quelle: Eigene Darstellung, Expertinneninterviews (n = 30).

BertelsmannStiftung

18 der 20 befragten erfahrenen Investorinnen und 6 der 10 Neuinvestorinnen gaben hedonistische Motive an, wie die Suche nach neuen Herausforderungen und die generelle Freude am Unternehmertum.

» *Mich begeistert das Thema Unternehmertum, wenn man aus nichts etwas schafft. Und da kann ich fast gar nicht anders, als zu investieren.“ IP 29, ERFAHRENE INVESTORIN*

» *Ich wusste, ich habe Spaß daran, Unternehmen zu skalieren und groß zu machen. (...) in Start-ups zu investieren, ist einfach mit einem riesen Riesenspaßfaktor verbunden, weil ich selber halt auch viel mitgestalten kann.“ IP 15, NEUINVESTORIN*

Am stärksten ausgeprägt ist, sowohl bei den erfahrenen Investorinnen als auch bei den Neuinvestorinnen, das altruistische Motiv. Jede zweite Interviewpartnerin möchte ihre Erfahrungen weitergeben, und zwei Drittel wollen Produkte und Dienstleistungen fördern, die einen gesellschaftlichen Mehrwert haben.

» *Also die Grundidee ist für mich eigentlich, dass ich mein Geld ganz gezielt wirken lassen kann. Die eine Seite ist die finanzielle Seite, die ich einfach superattraktiv finde. Aber auch, dass ich einen gewissen Geldbetrag nehmen kann und es eine ganz andere Wirkung hat, als wenn ich es jetzt irgendwie in eine Immobilie stecke oder in Aktien.“ IP 14, NEUINVESTORIN*

In diesem Zusammenhang gaben jede zweite Neuinvestorin und 40 Prozent der erfahrenen Investorinnen an, dass die Unterstützung von Gründerinnen, diversen Teams oder von Start-ups mit weiblicher Zielgruppe ein besonderes Anliegen für sie ist.

» *Das heißt, ich investiere, weil ich der Überzeugung bin, dass wir ganz viel Potenzial da brachliegen lassen, wenn wir einfach fast 50 Prozent der, ich sage jetzt mal Ressourcen, die in weiblichen Gründerinnen und Geschäftsideen schlummern, auf der Geldgeberseite liegen lassen. Und deswegen investiere ich.“ IP 13, ERFAHRENE INVESTORIN*

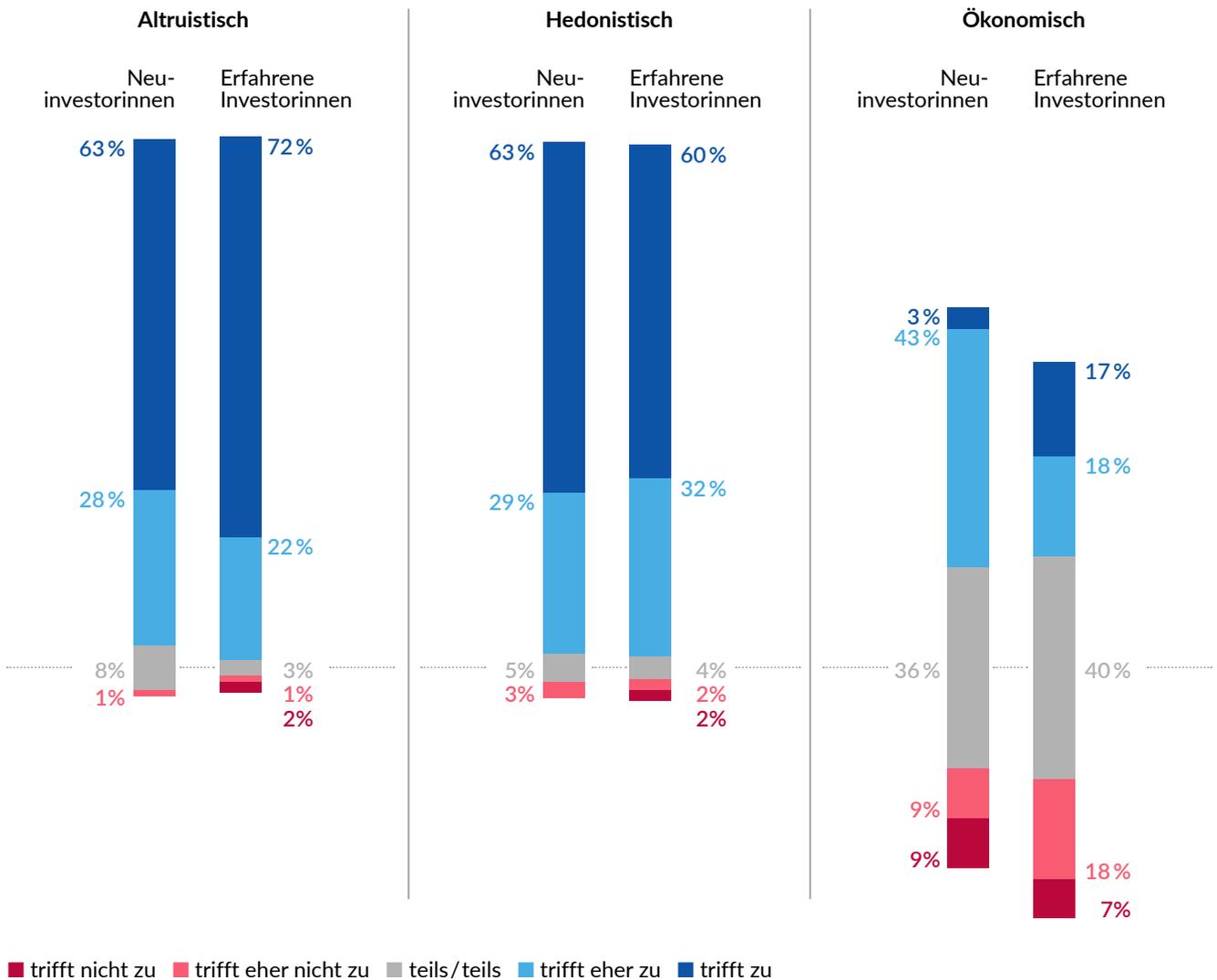
Für ein Drittel der Neuinvestorinnen ist dies sogar eine notwendige Bedingung, um überhaupt zu investieren.

» *Ich habe mir vorgenommen, nur Start-ups zu finanzieren, die auch Frauen haben. Unternehmertum bei Frauen zu fördern, ist eigentlich meine Hauptmotivation gewesen. Ich war vorher nicht als Business Angel aktiv.“ IP 23, NEUINVESTORIN*

Die Ergebnisse der Onlinebefragung stützen diese Beobachtungen aus den Interviews. Für den Fragebogen wurde das gleiche, aus der Literatur bekannte Kategorienschema mit den dort entwickelten zugehörigen Fragen verwendet (Sullivan und Miller 1996: 30). Die Investorinnen wurden gebeten, Aussagen wie „Ich investiere in Start-ups, weil es mich reizt, mich neuen

Abbildung 3: **Bewertung der einzelnen Investitionsmotive**

Online befragte Investorinnen



Quelle: Eigene Darstellung, Onlinebefragung (n = 84).

| BertelsmannStiftung

Herausforderungen zu stellen“ auf einer Likert-Skala von 1 für „Aussage trifft nicht zu“ bis 5 für „Aussage trifft zu“ zu bewerten.

Wie in Abbildung 3 zu erkennen, ist das ökonomische Motiv am wenigsten stark bei den online befragten Investorinnen ausgeprägt. Erfahrene Investorinnen gaben häufiger an, dass sie sehr stark ökonomisch motiviert sind, der Mittelwert (arithmetisches Mittel) ist mit 3,2 Punkten jedoch für beide Investorinnengruppen identisch und liegt über dem Durchschnitt.

Das altruistische Motiv wurde mit 4,6 Punkten ebenfalls gleich gewichtet. Bei erfahrenen Investorinnen liegt der Wunsch, etwas Gutes mit ihrem Geld zu bewirken, leicht vor dem hedonistischen Motiv, das mit 4,5 Punkten bewertet wurde.

Zusammenfassend betrachtet scheint das ökonomische Motiv wie ein Hygienefaktor, d.h. wie eine notwendige, aber nicht notwendigerweise auch hinreichende Bedingung zu fungieren, um als Business Angel aktiv zu werden. Das ist allerdings kein typisch weibliches Phänomen. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt auch eine durch die Europäische Kommission beauftragte

Studie aus dem Jahr 2017, in der die Motive von Business Angels insgesamt untersucht wurden (o. V. 2017).

Bemerkenswert ist, dass das altruistische Motiv sowohl unter den sehr unterschiedlichen Interviewpartnerinnen als auch im Rahmen der Onlinebefragung eine so hervorsteckende Rolle einnimmt. Die befragten Angelinvestorinnen lassen sich damit am ehesten der Gruppe der „Responsive Investors“ zuordnen (Amatucci 2018: 102).

## Umgang mit Investitionsrisiken

Besonders häufig genannte Gründe dafür, dass Frauen seltener als Männer als Business Angel aktiv werden, sind ein geringeres Vermögen, der fehlende Zugang zu Netzwerken und Wissen sowie ein anderes Risikoempfinden oder zumindest eine andere Einschätzung der eigenen Risikobereitschaft (Amatucci 2018: 95).

Auch in dieser Studie befragte erfahrene Investorinnen gaben an, dass bei der Gewinnung von Neuinvestorinnen Unterschiede in den Risikopräferenzen eine Herausforderung sind.

» *Bis jetzt hat es noch nie geklappt, einen Newbie reinzuholen. Weil es dann doch irgendwie zu viel Risiko war und selbst Frauen, von denen ich weiß, die hätten die finanziellen Ressourcen, lieber Immobilien machen. Das stimmt mich ein bisschen traurig, weil ich da so viel Energie gebe. Ich gehe sogar gemeinsam mit ihnen zu den Start-ups und versuche, Brücken zu bauen. Aber das ist bis jetzt echt immer gescheitert. Wohingegen, wenn ich mit meiner männlichen Bubble spreche, sind die viel risikofreudiger und sagen schnell: Ja okay, ich mach das jetzt auch mal.“ IP17 ERFAHRENE INVESTORIN*

Auf aktive Angelinvestorinnen lässt sich das allerdings nicht direkt übertragen. Wer sich für diese Assetklasse entscheidet, ist sich des überdurchschnittlich hohen Investitionsrisikos in der Regel bewusst. Trotzdem zeigen sich auch hier Unterschiede – und zwar in der Ausbalancierung von Risiko und Renditeerwartung. So kommt eine Untersuchung unter US-amerikanischen Business Angels zu dem Ergebnis, dass Männer und Frauen bei ihren Investitionen gleichermaßen an Wachstum interessiert sind (72%) – wobei 51 Prozent der befragten Männer angaben, exponentielles Wachstum strategisch gegenüber Kapitalerhalt zu priorisieren. Unter den befragten Investorinnen gaben 44 Pro-

zent an, Optionen vorzuziehen, die den Kapitalerhalt sichern, lediglich 28 Prozent priorisieren exponentielles Wachstum (o. V. 2023: 23).

Für diese Einschätzung spricht, dass im Rahmen der durchgeführten Onlinebefragung das Renditepotenzial mit durchschnittlich 6,4 von 10 Punkten niedriger gewichtet wurde als ein realistisches Profitabilitätszenario, dem die Investorinnen 7,8 von 10 Punkten zuwiesen. Das Verhalten der Investorinnen ist nicht zu verwechseln mit genereller Risikoaversion. Es handelt sich um eine andere Strategie im Umgang mit Risiko. So führen Angelinvestorinnen, wie später noch gezeigt werden wird, eine vergleichsweise detaillierte Team-Due-Diligence durch.

» *Ich glaube insgesamt, wenn ich mit Männern spreche, ich sage jetzt mal so, die Männer analysieren nicht so viel.“ IP4 ERFAHRENE INVESTORIN*

Ein weiterer Aspekt im Umgang mit Risiko ist der Wunsch vieler Neuinvestorinnen, sich vorab zu qualifizieren und erste Schritte gemeinsam zu tätigen.

» *Also ich habe ja gesagt, ich bin erst seit einem Jahr dabei und vor zwei Jahren hätte ich nie gedacht, dass ich Investorin werde. Das habe ich mir gar nicht zugetraut. Ich dachte, ich habe nicht das Geld und das Wissen dafür. Und jetzt? Heute sage ich, das ist kein Hexenwerk und macht richtig Spaß.“ IP15 NEUINVESTORIN*

» *Früher dachte ich, Business Angels, das sind irgend- wie so Leute, die würde ich nie in meinem Leben kennenlernen. Geschweige denn, das selber machen. Das war ganz fern und auch eine in sich geschlossene Gesellschaft. Ich empfand es als sehr hilfreich, Information und einen Zugang zu kriegen. Wenn es jetzt das Netzwerk nicht gegeben hätte, dann hätte ich gar nicht gewusst, wie ich anfangen soll und ob ich dazugehören kann. (...) So konnte ich Gespräche führen und habe Informationen bekommen. (...) Aus heutiger Sicht kann ich gar nicht mehr so richtig begründen, was die große Barriere war.“ IP22 NEUINVESTORIN*

Grundsätzlich lässt sich bezogen auf das Risikoempfinden und die Risikobereitschaft von Investorinnen zudem beobachten, dass Frauen diese Themen häufiger ansprechen und sehr aktiv managen. Beides sind aber noch keine Indikatoren für Risikoaversion.

# Wie finden und bewerten Angelinvestorinnen Start-ups, in die sie investieren?

Der Prozess der Entscheidungsfindung durch eine:n Angelinvestor:in beginnt in der Regel mit dem **Deal Sourcing** (Maxwell 2018: 126 f.). Business Angels suchen zum einen proaktiv nach potenziellen Investitionschancen, indem sie ihr Netzwerk von Kontakten und Branchenkenntnissen nutzen oder sich an Veranstaltungen wie Pitch-Wettbewerben beteiligen. Diese Art des Dealflows bezeichnet man als „Outbound“. Dem gegenüber steht der „Inbound“-Dealflow, der entsteht, wenn Gründer:innen oder andere Business Angels direkt an den oder die Investor:in herantreten. Sobald potenzielle Investitionschancen identifiziert wurden, wird ein **Screening** durchgeführt, um festzustellen, ob das Geschäftskonzept, das Gründerteam und die Marktchancen eine weitere Beschäftigung mit dem Start-up rechtfertigen. Im Rahmen der folgenden **Due Diligence** führen Business Angels dann eine genauere, in der Regel dateninformierte Prüfung durch. Nach Abschluss der Due Diligence und darauf basierender **Verhandlungen** entscheidet ein Business Angel, ob er oder sie in das Unternehmen investiert oder nicht.

In der Praxis variiert dieser idealtypische Ablauf von Business Angel zu Business Angel, je nach Erfahrung, individuellen Präferenzen und Strategien. Angelinvestor:innen mit mehr Investitionserfahrung treffen tendenziell schnellere Entscheidungen und achten weniger auf Finanzprognosen. Sie neigen außerdem dazu, sich auf ausgewählte kritische Bewertungsfaktoren zu konzentrieren und weniger Zeit auf die Due Diligence zu verwenden als Neuinvestorinnen (Van Osnabrugge und Robinson 2000).

Im Rahmen der Investorinneninterviews wurden die Gesprächspartnerinnen gebeten, zu jeder Stufe des Prozesses die für sie wichtigsten Überlegungen zu schildern.

## Deal Sourcing

Sowohl erfahrene Investorinnen als auch Neuinvestorinnen nutzen bei der Suche nach Investitionsmöglichkeiten eine breite Palette von Inbound- und Outbound-Kanälen.

Für Neuinvestorinnen sind Outbound-Kanäle allerdings von größerer Bedeutung.

» *Ich suche gezielt über Veranstaltungen, also über die Pitch Nights, aber auch über Events.“*

IP15 NEUINVESTORIN

Besonders wichtig ist die Mitgliedschaft in formellen oder informellen Netzwerken, in denen Informationen über Start-ups geteilt werden. 90 Prozent aller Befragten gaben an, in einem oder mehreren Netzwerken zu sein.

» *Aber im Großen und Ganzen ist es so, dass ich Teil von vielen formellen und informellen Netzwerken bin und da sehr viel Dealflow bekomme.“* IP29 ERFAHRENE

INVESTORIN

Erfahrene Investorinnen werden aufgrund ihrer Sichtbarkeit häufiger direkt angesprochen, z. B. über soziale Medien oder durch „Cold calls“ in Form der klassischen Investorinnen-E-Mail.

» Und ich bekomme auch superviele Anfragen über LinkedIn rein, die nicht immer wahnsinnig gut sind, aber da sehe ich zumindest sehr viel unterschiedliche Start-ups.“ IP1 ERFAHRENE INVESTORIN

Die qualitativ wichtigste Quelle für erfahrene Investorinnen sind jedoch „warme Intros“, d. h. direkte Empfehlungen aus ihrem Netzwerk.

» Ich würde sagen, die meisten Deals, die zustande kommen, kommen durch so warme Intros von anderen Business Angels.“ IP17 ERFAHRENE INVESTORIN

» Wenn sie einem empfohlen werden, dann hat man schon ein gewisses Vertrauen, weil die schon jemand anderes mal angeguckt hat.“ IP12 ERFAHRENE INVESTORIN

Dieses Suchverhalten ist sehr typisch für alle erfahrenen Business Angels, denn um die Investitionsmöglichkeiten zu ermitteln, die gute Renditechancen bieten, müssen sie möglichst viele Start-ups prüfen. Dafür haben die Investor:innen in der Regel jedoch nicht genügend Zeit. Eine Vorfilterung über persönliche Netzwerke oder Business-Angel-Gruppen scheidet unattraktive Start-ups aus und erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass die Empfehlung den spezifischen Kriterien des Business Angels entspricht (Mason und Harrison 2000). Empfehlungen aus vertrauenswürdigen Quellen gelten auch als Indikator für Qualität, was wiederum die Anforderungen an die Due-Diligence-Prüfung reduzieren kann (Sørheim 2005).

Um diese Vorteile nutzen zu können, ist allerdings ein Netzwerkzugang notwendig.

## Abbildung 4: Ursprung der Investitionsmöglichkeiten

Prozentualer Anteil aller interviewten Investorinnen, die eine Quelle mindestens einmal genannt haben

### Inbound

Ansprache der Investorin über soziale Medien oder auf Events



Förmliche Investor:innen-E-Mail



Persönliche Empfehlung (Intro) aus dem Netzwerk



### Outbound

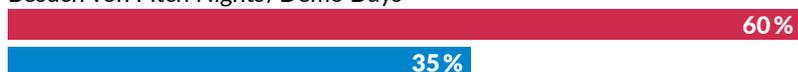
Aktive Suche in Onlinemedien, Datenbanken und Plattformen



Mitgliedschaft in formellen oder informellen Netzwerken



Besuch von Pitch Nights/Demo Days



■ Neuinvestorinnen ■ Erfahrene Investorinnen

Quelle: Eigene Darstellung, Expertinneninterviews (n = 30).

» *Ich glaube, das ist wie bei allen Dingen so eine Netzwerkangelegenheit. Am Anfang musst du dich ja erst bekannt machen.“ IP6 NEUINVESTORIN*

Besonders für Neuinvestorinnen sind Pitch Nights und Demo Days, auf denen sie eine Auswahl an Investitionsgelegenheiten präsentiert bekommen, von vergleichsweise hoher Bedeutung. 6 von 10 Interviewpartnerinnen gaben an, so Investments gefunden zu haben.

» *Ich bin Mitglied in einem Netzwerk, dort haben wir regelmäßig Pitch Nights, wo ich mir auch wirklich tolle Pitches ansehen kann und dann überlege, wo könnte ich mit reingehen?“ IP15 NEUINVESTORIN*

Erfahrene Investorinnen erwähnten wesentlich seltener, Pitch Nights als Dealquelle zu nutzen. Allerdings äußerten einige, dass auch sie zu Beginn so den Weg in das Thema gefunden haben.

» *Ich habe mich gefragt, wie kann ich den Funnel erhöhen? Und ich bin dann gezielt auf ganz unterschiedliche Pitch Nights losgegangen und zu unterschiedlichen Events, wo Pitches stattfinden.“ IP1 ERFAHRENE INVESTORIN*

Auf die Frage hin, ob sie glauben, Unterschiede zwischen weiblichen und männlichen Business Angels im Deal Sourcing zu erkennen, wurde häufig erwähnt, dass sie vermehrt aktiv von Gründerinnen angesprochen werden und ihr Dealflow so überdurchschnittlich weiblich ist.

» *Ich denke, der größte Unterschied ist, dass ich mehr von Frauen angesprochen werde als andere. Ich würde sagen, ich habe einen sehr weiblichen Dealflow. Als ich zum Beispiel am Venture-Scout-Programm teilgenommen habe, hatten die anderen Venture Scouts, die alle Männer waren, praktisch keine Frauen. Ich dagegen alle. Und ich war so verwirrt, wie es möglich ist, dass es ein solches Ungleichgewicht gibt.“ IP28 ERFAHRENE INVESTORIN*

Sie empfinden dies als Vorteil, genauso wie die Tatsache, dass immer mehr Start-ups Wert auf einen diversen Cap Table legen, d. h. auf die Zusammensetzung der Investor:innengruppe. Dadurch ist es den Investorinnen häufig möglich gewesen, noch in bereits geschlossene Finanzierungsrunden einsteigen zu können.

» *Das heißt, du wirst deutlich häufiger auch angefragt, weil wie überall Frauen gesucht werden. Also du, ich kenne auch zwei, drei Start-ups, die eigentlich ihre Runden zuhaben, die aber unbedingt Frauen drin haben wollen.“ IP 6 NEUINVESTORIN*

Schließlich äußerten die Gesprächspartnerinnen den Eindruck, dass Netzwerke unter Frauen lebendiger und transparenter sind. Sie spielen eine entscheidende Rolle nicht nur für das Deal Sourcing, sondern auch für die Gewinnung von Neuinvestorinnen.

» *Ich arbeite sowohl mit weiblichen als auch mit männlichen Angels oder auch VCs. Ich kann nicht sagen, per se sind Frauen so und Männer anders. Aber was ich gemerkt habe, ist, dass ich viel schneller in weibliche Netzwerke aufgenommen wurde und das Sharing von Deals in weiblichen Netzwerken intensiver ist. Im männlichen Netzwerk war das nur sehr punktuell. Ja, also schon eine andere Kultur.“ IP18 ERFAHRENE INVESTORIN*

Schilderungen dieser Art finden sich auch in früheren Studien:

» *I have attended lots of angel investment and VC pitch events. The behavior at male dominated events can be very combative, with one or two men dominating the event and no attempt to seek the opinions of others. At our majority women events, we try to be more constructive and collaborative. In my experience questioning and due diligence by women is deeper and more thorough.“ SARA TURNER, ANGEL ACADEMY, IM RAHMEN EINER 2017 DURCHGEFÜHRTEN INTERVIEWREIHE (AMATUCCI 2018: 102)*

## Screening

Frauen, die sich mit dem Gedanken tragen, als Angelinvestorin aktiv zu werden, äußern häufiger den Wunsch, eine Art Schulung oder Workshop zu absolvieren, um dort die Grundlagen des Investierens zu erlernen (Becker-Blease und Sohl 2008; Amatucci 2018: 96).

Tatsächlich erscheint die Analyse eines Start-ups in der Frühphase auf den ersten Blick als sehr komplexe Aufgabe. Unter hoher Unsicherheit ist eine Vielzahl von Kriterien zu prüfen (Maxwell 2018: 123):

- **Team:** Business Angels suchen oft nach Teams, nach Einzelpersonen, mit einer guten Mischung aus Fähigkeiten, Erfahrung und Leidenschaft.
- **Markt:** Größe und Wachstumsraten des Marktes sind wichtige Faktoren, mit deren Hilfe Business Angels bewerten, ob es genügend Raum für das Wachstum des Unternehmens gibt.
- **Produkt/Service:** Das Investment soll in eine überzeugende Lösung für ein relevantes Problem fließen, die sich positiv vom Wettbewerb abhebt.
- **Skalierbarkeit:** Bevorzugt werden Unternehmen, deren Geschäftsmodell oder Markteintrittsstrategie es erlaubt, schnell und dynamisch zu wachsen.
- **Exit-Strategie:** Für viele Business Angels ist es entscheidend, dass es eine klare Exit-Strategie gibt und sie abschätzen können, ob und wann ein Return on Investment möglich ist.
- **Persönliche Verbindung:** Oft haben Business Angels eine Vorliebe für bestimmte Branchen oder Technologien und suchen dort gezielt nach Investitionsmöglichkeiten. Auch die persönliche Verbindung zu den Gründer:innen spielt eine Rolle.

In der Praxis ist der Bewertungsprozess allerdings deutlich weniger komplex als vermutet. Zu Beginn, in der Phase des Screenings, nutzen die meisten Investor:innen stark vereinfachte Entscheidungsregeln. Sehr häufig zu beobachten ist die „Elimination-by-Aspects“-Routine, eine Art Ausschlussverfahren. Um die Anzahl verfügbarer Investitionsmöglichkeiten frühzeitig und mit geringem Aufwand auf eine überschaubare Größe zu reduzieren, suchen Investor:innen nach „Warnsignalen“ oder „schwerwiegenden Fehlern“. Wird auf den ersten Blick ein solcher Fehler diagnostiziert, kann die Investitionsmöglichkeit sofort verworfen werden. Nur Gelegenheiten, die keine schwerwiegenden Fehler aufweisen, kommen in die weitere Prüfung (Maxwell 2018: 126).

Was genau als Fehler betrachtet wird, variiert je nach Business Angel, Branche oder Geschäftsmodell. Im Rahmen der Tiefeninterviews äußerten erfahrene Investorinnen im Vergleich zu Neuinvestorinnen in Bezug auf den Markt und Wettbewerb häufiger, dass sie das Marktvolumen als Entscheidungskriterium heranziehen, gefolgt von der Wettbewerbssituation und dem Alleinstellungsmerkmal des Start-ups. Neuinvestorinnen fokussierten sich in ihren Antworten vor allem auf den Wettbewerb.

Auch eine tiefere Analyse dessen, was die Investorinnen vom Produkt bzw. von der Dienstleistung erwarten, zeigt Unterschiede zwischen den Investorinnengruppen. Das höchste Gewicht legen die Neuinvestorinnen auf den Fortschritt der Idee. Jede zweite erwähnte, dass eine gewisse Traktion für sie von Bedeutung ist – gefolgt von der Relevanz der Idee für die Zielgruppe. Erfahrene Investorinnen äußerten sich am häufigsten zum Geschäftsmodell.

» *Und ich schaue, wie wollen die Geld machen? Mir ist schon auch wichtig, dass es jetzt nicht nur ein cooler Purpose ist, sondern dass es auch skalieren und langfristig wachsen kann. Also ist es jetzt nur so ein einmaliger Kauf, oder ist es was, wo man regelmäßig ein Einkommen hat? Was ist das Businessmodell?“*  
IP17 ERFAHRENE INVESTORIN

Fast genauso häufig wie auf Überlegungen zum Markt bzw. zur Idee wiesen die Investorinnen auf Kriterien hin, die durch sie und nicht durch das Start-ups beeinflusst sind. So gaben 80 Prozent der Neuinvestorinnen und 74 Prozent der erfahrenen Investorinnen an, bevorzugt in Start-ups zu investieren, an denen sie ein inhaltliches Interesse haben oder in deren Bereich sie Expertise vorweisen können.

» *Das Thema muss mit mir sprechen. Ich würde nicht in etwas investieren, wenn ich nicht das Gefühl habe, das Thema verstehen zu können. Und es muss in mir eine Flamme aufgehen, wenn ich das sehe.“*  
IP23 NEUINVESTORIN

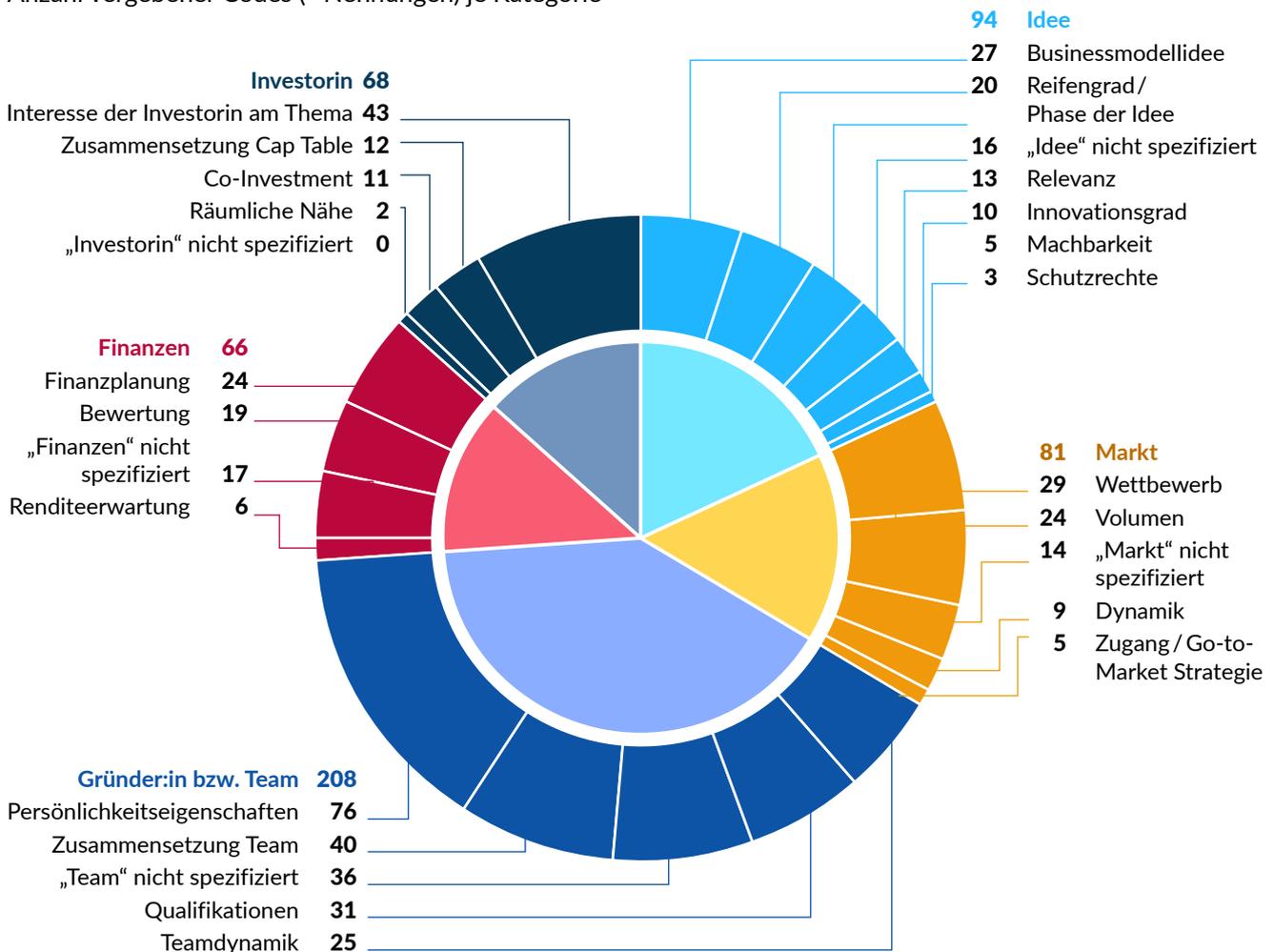
In gut der Hälfte der Fälle wurde der inhaltliche Fit als nicht kompensatorisches Kriterium formuliert, d. h. es kann nicht durch eine besondere Stärke des Start-ups in einem anderen Bereich ausgeglichen werden.

» *Also ich investiere nur in Dinge, in denen ich auch Erfahrung gesammelt habe, die ich eindeutig verstehe und wo ich auch Probleme in der Vergangenheit gesehen habe.“* IP5 ERFAHRENE INVESTORIN

Dieser inhaltliche Fokus im Screening ist ein wesentlicher Faktor dafür, dass Frauen in Sektoren investieren, die bislang von männlichen Angels übersehen wurden. Darüber hinaus stechen unter den Bewertungskriterien besonders teambezogene Faktoren heraus. Sie wurden über alle Phasen hinweg häufiger erwähnt (208) als Aspekte der Idee (87) und des Marktes zusammen (78).

## Abbildung 5: Bewertungskriterien für Investitionsmöglichkeiten

Anzahl vergebener Codes (= Nennungen) je Kategorie



Quelle: Eigene Darstellung, Expertinneninterviews (n = 30).

BertelsmannStiftung

40 Prozent der Investorinnen gaben an, nicht in Einzelgründungen zu investieren. Jede dritte Investorin nannte die mangelnde Diversität eines Gründungsteams als Ausschlusskriterium.

» Weil ich einfach glaube, und das zeigen ja auch Studien, dass Teams, die nicht divers besetzt sind, einfach viel schlechter performen. Wenn nur Thomas mit Thomas Ideen entwickelt, dann wird es am Ende auch nur eine Idee, die Thomas gut findet. Je diverser das Team ist, desto mehr Leute erreicht man mit der Idee und desto mehr Leute wird man davon überzeugen und abholen.“

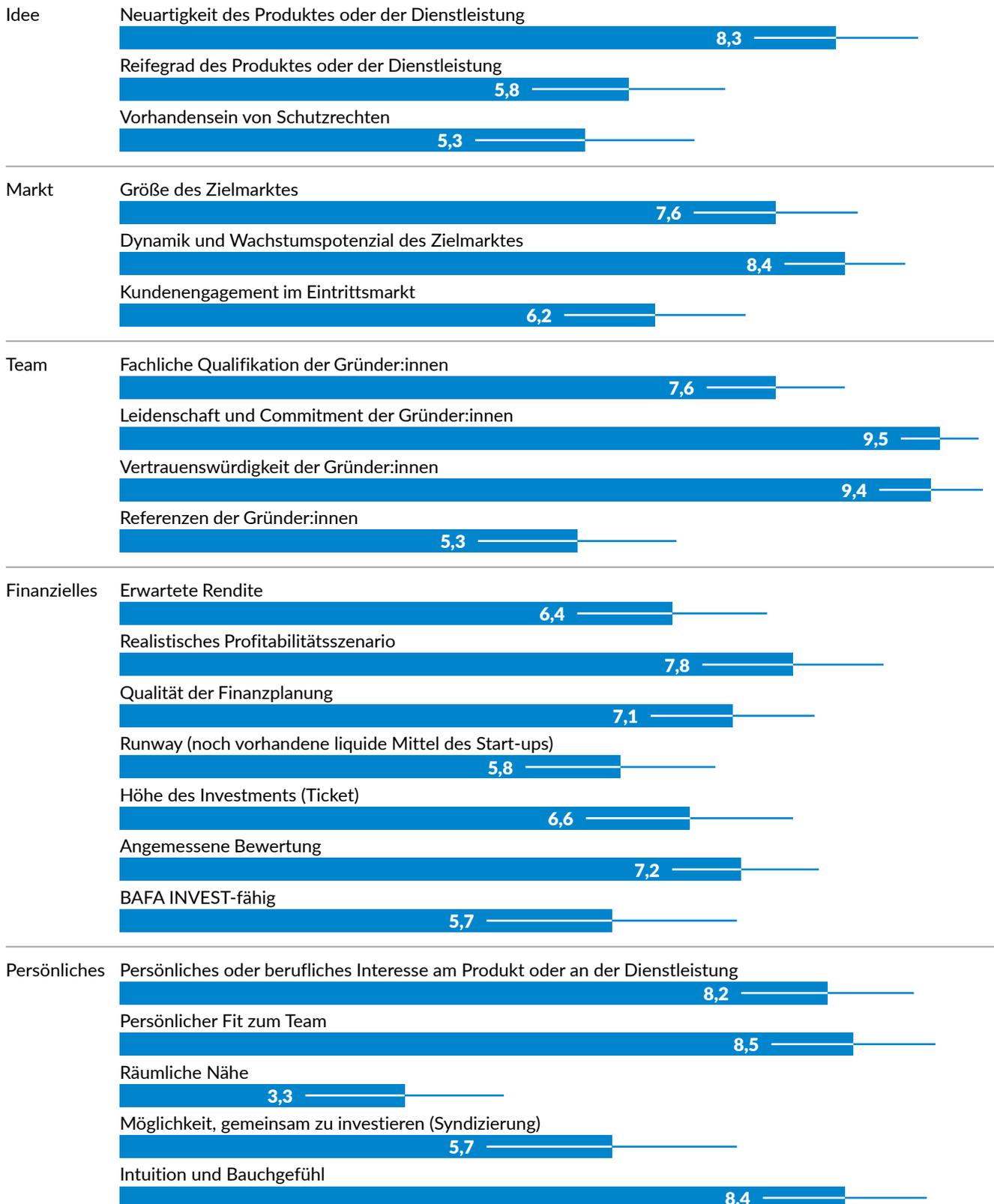
IP 8 ERFAHRENE INVESTORIN

» Ich möchte, dass Frauen im Team sind. Das ist ein grundlegender Unterschied [zu männlichen Business Angels]. Und ich habe eher einen Rundumblick und achte auf weiche Faktoren.“ IP23 NEUINVESTORIN

Im Screening spielen für Investorinnen außerdem Ausbildung und Berufserfahrung sowie die komplementäre Zusammensetzung des Teams eine Rolle. Auf Letztere kamen erfahrene Investorinnen häufiger zu sprechen (69 %) als Neuinvestorinnen (50 %).

## Abbildung 6: Durchschnittliche Bewertung und Standardabweichungen einzelner Entscheidungskriterien

Online befragte Investorinnen (1 = sehr niedrig, 10 = sehr hoch)



Quelle: Eigene Darstellung, Onlinebefragung (n = 84).

Um diese Beobachtungen zu überprüfen, wurden die Investorinnen im Rahmen der Onlinebefragung gebeten, auf einer Skala von 1 für „sehr niedrig“ bis 10 für „sehr hoch“ anzugeben, welche Bedeutung einzelne Auswahlkriterien für sie haben.

Die Ergebnisse bestätigen, dass teambezogene Faktoren, wie die Vertrauenswürdigkeit und Leidenschaft der Gründer:innen, eine hervorgehobene Rolle für Investorinnen spielen. Es folgen Faktoren, die im Zusammenhang mit der jeweiligen Investorin stehen, wie z. B. ihr Interesse am Produkt und der persönliche Fit zwischen ihr und dem Team, der mit 8,5 von 10 Punkten bewertet wurde. Eine räumliche Nähe, die in vergangenen Studien als ein wichtiges Entscheidungskriterium für Angelinvestor:innen herausgearbeitet wurde (Harrison, Mason und Robson 2010; Berchicci, Block und Sandner 2011), ist für die online befragten Investorinnen nur von geringer Bedeutung – ebenso wie Referenzen der Gründer:innen oder Schutzrechte für die Idee.

Vergleicht man die marktbezogenen Kriterien untereinander, wurden die Dynamik und das Wachstumspotenzial des Marktes (8,4) höher gewichtet als seine Größe (7,6).

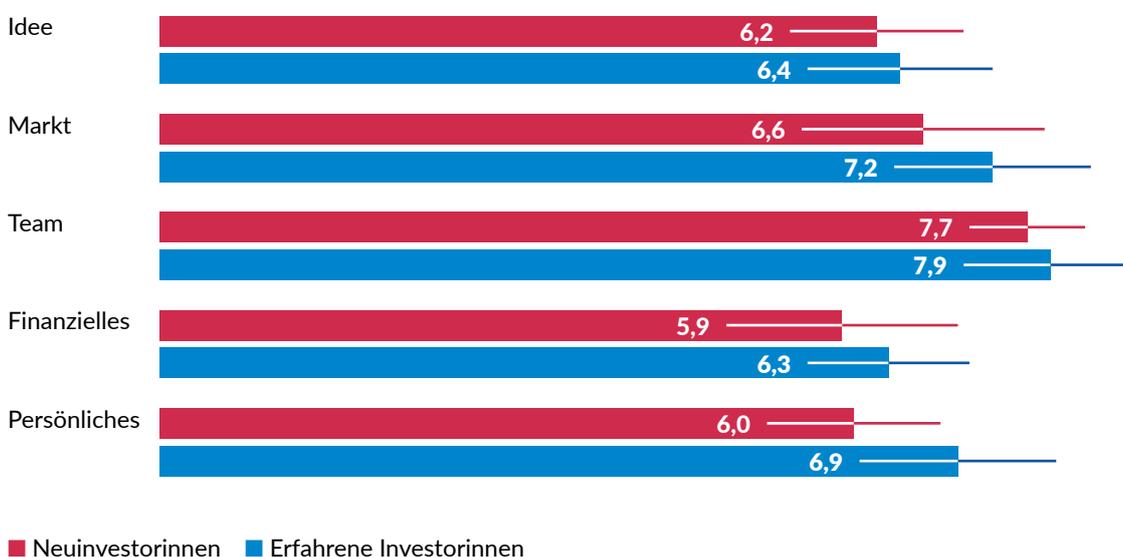
Das Renditepotenzial wurde in der Befragung mit durchschnittlich 6,4 von 10 Punkten gewichtet. Wichtiger bewerteten die Investorinnen mit 7,8 von 10 Punkten, dass ein realistisches Profitabilitätsszenario existiert.

Unterschiede zwischen erfahrenen Investorinnen und Neuinvestorinnen ließen sich auf Basis der Befragungsdaten kaum erkennen – auch dann nicht, wenn die Unterpunkte aggregiert und nur die Gewichtung der fünf Hauptkriterien Idee, Markt, Team, Finanzielles und Persönliches verglichen wurde. Grundsätzlich schätzten die erfahrenen Investorinnen die Bedeutung jedes Kriteriums zwar immer etwas höher ein, die Unterschiede lagen aber mit einer Ausnahme sehr nah beieinander. Die Kategorie Team wurde auch hier von beiden Gruppen am höchsten gewichtet.

Insoweit unterscheidet sich das Vorgehen der Angelinvestorinnen nicht erkennbar von dem, wie es Business Angels allgemein zugeschrieben wird. Auch sie wenden Entscheidungsheuristiken wie „Elimination by aspects“ an. Der Unterschied zwischen Investorinnen und Investoren wird erst in der eigenen Einschätzung dessen erkennbar, was sie als wichtig, aber kompensatorisch, und was sie als einen schwerwiegenden Fehler

## Abbildung 7: Durchschnittliche Bewertung und Standardabweichungen der aggregierten Entscheidungskategorien

Online befragte Investorinnen (1 = sehr niedrig, 10 = sehr hoch)



Quelle: Eigene Darstellung, Onlinebefragung (n = 84).

und damit als ein nicht kompensatorisches Auswahlkriterium betrachten.

» *Also, ich glaube, ich entscheide nicht nach anderen Kriterien als ein Mann. Klar unterscheiden unterschiedliche Investoren nach unterschiedlichen Kriterien. Manche sagen, muss ein großer Markt sein, und andere sagen, ich mag Nische und neue Märkte. Aber das hat jetzt weniger mit Geschlecht zu tun. Ich glaube, dass ich basierend auf dem Geschlecht nicht anders entscheide. Aber glaube schon, dass ich andere Dinge sehe. Themen wie Femtech zum Beispiel. Wenn man sich ein Produkt für Periodenschmerz anguckt, dann kann sich ein Investor da womöglich nicht gut reindenken, er hat es einfach noch nie erlebt.“ IP29 NEUINVESTORIN*

» *Also, das macht ja sowieso jeder ein bisschen anders. Aber ich glaube, im Kern sind die Schritte, die ich durchführe, erst mal nicht anders. Was ein Unterschied ist, ist der Zugang zu den Produkten. Ich muss mich auskennen, ich muss das verstehen können. Da gibt es Unterschiede zwischen Investorinnen und Investoren. Genauso braucht man irgendwie einen Zugang zu dem Gründerteam, es muss connecten. Und auch das ist vermutlich anders.“ IP22 NEUINVESTORIN*

» *Klar gibt es da einen Unterschied. Ich denke zum Beispiel nicht, dass Frauenthemen Minderheitenprobleme sind.“ IP18 ERFAHRENE INVESTORIN*

## Due Diligence

Erfahrene Business Angels investieren tendenziell weniger Zeit in die Due Diligence und treffen dadurch schnellere Entscheidungen (Van Osnabrugge und Robinson 2000). Sie tun dies nicht aus Leichtsinn, sondern weil sie wissen, dass viele Prognosen in der Frühphase kaum belastbar sind.

Auch von den befragten Gesprächspartnerinnen, egal ob sie erfahren waren oder erst seit Kurzem investierten, gaben entsprechend die wenigsten an, eine ausführliche Due Diligence in den Bereichen Technologie oder Finanzen durchzuführen. Stattdessen verwenden sie vergleichsweise viel Zeit mit der Beschäftigung mit dem Gründer:innenteam.

Alle Investorinnen schilderten, nach einer ersten Prüfung der Unterlagen oder nach dem Pitch schnell das bilaterale Gespräche mit den Start-ups zu suchen. Inhaltlich gaben die Investorinnen an, in diesen Terminen vor allem die Akteur:innen kennenlernen zu wollen.

» *Wenn das alles stimmt, und das sehe ich im Pitch Deck relativ schnell, dann gucke ich mir das Team an. Denn das Team ist im Endeffekt das Wichtigste für mich. Aber das kann man aus dem Pitch Deck nicht immer direkt rauslesen, wie gut oder schlecht die sind. Also klar, da ist der Lebenslauf und das LinkedIn-Profil, da sieht man, was die gemacht haben, aber davon kann man nicht unbedingt darauf schließen, wie gut die sind. Wenn ich aber bei den ersten Themen, wie vorhin erwähnt, einen Haken dranmache, dann spreche ich persönlich mit denen.“ IP1 ERFAHRENE INVESTORIN*

Die Intensität, mit der diese Gespräche stattfinden, variieren von Investorin zu Investorin stark. Einige erzählten, Mehrfach- und auch Einzelgespräche mit den Teammitgliedern zu führen.

» *Und ich gehe mehrere Runden mit den Gründer:innen und Gründern, wo sie mir die Geschäftsidee weiter erläutern.“ IP 26 NEUINVESTORIN*

» *Meistens findet das Erstgespräch tatsächlich über Zoom statt. Und wenn ich die dann immer noch gut finde, dann treffe ich die in persona. Und wenn ich sie dann immer noch gut finde, dann mache ich Reference Calls zu den Personen und versuche, Leute zu finden, die die kennen oder die im alten Job mit denen gearbeitet haben. Und dann ergibt sich relativ schnell schon ein Bild.“ IP1 ERFAHRENE INVESTORIN*

Während der Due Diligence liegt der Fokus inhaltlich erneut auf dem Team, nun aber vor allem auf den „Persönlichkeitseigenschaften“ der Gründer:innen. Diese waren für 70 Prozent der Neuinvestorinnen und 90 Prozent der erfahrenen Investorinnen von hervorstechender Bedeutung und sie investieren daher auch viel Zeit in die Analyse.

» *Das ist so das, womit ich echt viel Zeit verbringe. Ich mache mir ein Bild darüber, was das für Personen sind, wo die herkommen, was die für Know-how*

## Abbildung 8: Beteiligte Personen im Rahmen der Due Diligence

Prozentualer Anteil aller befragten Investorinnen, die eine Personengruppe mindestens einmal genannt haben

Bilaterale Gespräche mit dem Team

100 %

100 %

Gespräche mit anderen Business Angels

75 %

100 %

Gespräche mit Expert:innen

20 %

20 %

■ Neuinvestorinnen ■ Erfahrene Investorinnen

Quelle: Eigene Darstellung, Expertinneninterviews (n = 30).

| BertelsmannStiftung

haben und ob die vielleicht schon mal gegründet haben oder nicht.“ IP2 ERFAHRENE INVESTORIN

» Wenn es mehrere Gründer sind, gehe ich ganz tief rein und mache auch getrennt voneinander Gründerinterviews. Das ist fast wie ein Vorstellungsprozess. Aber am Ende wird sich einfach noch ganz viel ändern. Deswegen kann ich heute meinen Blick nur auf das legen, was es schon gibt. Und das ist das Team.“ IP29 ERFAHRENE INVESTORIN

» Ich will natürlich auch sehen, sind die kritikfähig? Und nehmen die Vorschläge und Ideen an oder nicht? Und wenn ich das Gefühl habe, das passiert nicht, dann macht es auch gar nicht Sinn reinzugehen als Angel, denn dann würden sie das gar nicht wertschätzen können.“ IP9 ERFAHRENE INVESTORIN

Zwei Eigenschaften, die besonders hervorstachen, waren die Motivation bzw. die Leidenschaft für das Problem und die Vertrauenswürdigkeit der Personen.

» Die müssen das Unternehmen ja am Ende stemmen und erfolgreich machen. Und wenn man da nicht merkt, dass sie für ihre Idee brennen und wirklich dran glauben und auch das letzte Hemd dafür verwenden würden, dann kann das nicht funktionieren.“ IP11 ERFAHRENE INVESTORIN

» Wir legen sehr viel Wert auf Ehrlichkeit und einen ehrlichen Blick auf den Status. Ich will wissen, wo die Probleme sind.“ IP10 ERFAHRENE INVESTORIN

Ein weiterer Aspekt, der häufig genannt wurde, ist die Dynamik im Team. Dazu gehört der Umgang miteinander, aber auch die Verteilung der Anteile.

» Und wie passt das Team zusammen? Sind sie gut drauf? Sind die alle motiviert? Wie incentiviert sind die? Wer ist mit wie viel Prozent beteiligt und so?“ IP8 ERFAHRENE INVESTORIN

» Ich habe oft nicht investiert, weil ich irgendwie dachte, da stimmt die Chemie nicht. Und bei ganz vielen dieser Teams, die sind tatsächlich auch echt kurz nach der Gründungsphase auseinandergebrochen. (...) Und was auch für mich eine krasse Red Flag ist, ist der Cap Table, also die Verteilung der Shares im Team. Das eine ist, weil ich in diverse Teams investieren möchte. Wenn dann zwei Gründer und eine Gründerin im Team sind, die Männer jeweils 45 Prozent halten und die Frau nur 10, dann ist das für mich eine Red Flag.“ IP8 ERFAHRENE INVESTORIN

» Und deswegen trenne ich die dann auch und mache Einzelinterviews. Ich versuche so, die Gründerdynamik abzuchecken. Wie reden die übereinander, miteinander, wie arbeiten die miteinander?“ IP29 ERFAHRENE INVESTORIN

Nur ca. 10 Prozent aller Bewertungskriterien bezogen sich auf finanzielle Aspekte. Am häufigsten geschah dies im Zusammenhang mit der Finanzplanung, wobei die Plausibilität der Planung und das handwerkliche Können im Vordergrund standen, nicht die exakten Werte.

» Die Zahlen im Excel-Sheet sagen gar nicht so viel aus. Aber die Art, wie es aufgebaut ist, sagt dir, wie gut es durchdacht ist. Und das schauen wir uns genau an.“ IP14 ERFAHRENE INVESTORIN

40 Prozent der Neuinvestorinnen und jede dritte erfahrene Investorin gaben zudem an, sich die Zusammensetzung des Cap Table genauer anzusehen.

» Man kann die ganzen Analysen fahren, wie man möchte, und wenn man dann in meinem Fall 80 Prozent Grün hat, dann ist für mich auch superinteressant, noch mal zu sehen, welche anderen Angels sind da schon drin oder welche anderen Angels investieren jetzt mit mir?“ IP14 NEUINVESTORIN

30 Prozent der Neuinvestorinnen und 60 Prozent der erfahrenen Investorinnen äußerten sich zur Bewertung eines Start-ups. Allerdings gaben sie an, den Preis ihrer Anteile in der Regel nicht verhandeln zu können. Als ein Grund wurde u. a. angeführt, dass die im Vergleich zum Gesamtvolumen geringe Höhe des eigenen Investments oft keine Verhandlungsmacht bietet. Häufiger noch wurde eine unrealistisch hohe Bewertung jedoch als Warnsignal gewertet. Das heißt: Die Investorinnen prüfen für sich, ob die Bewertung sinnvoll erscheint – und wenn nicht, fehlt für die Investorinnen die Grundlage der Zusammenarbeit, und sie investieren nicht.

» Ich verhandele grundsätzlich nie. Also ich investiere dann einfach nicht, wenn die Bewertung zu hoch ist.“ IP13 ERFAHRENE INVESTORIN

» So viel geht da ehrlicherweise meistens gar nicht. Ich bin selten der erste Angel, und das heißt, es gibt schon eine Bewertung, die auch in den meisten Fällen nicht mehr so richtig verhandelbar ist.“ IP7 ERFAHRENE INVESTORIN

In diesem Zusammenhang äußerten sich einige Investorinnen auch kritisch zu der Investment-Hochphase 2019/2020.

» Worauf ich auf jeden Fall auch achte, ist die Bewertung, also das Preis-Leistungs-Verhältnis. Ich glaube, das ist in den letzten Jahren ein bisschen verloren gegangen. Aber da hatte ich, glaube ich, dann doch noch ein ganz gutes Gespür und habe manchmal einfach gesagt, wenn die zu einer 10-Millionen-Bewertung raisen wollen, dann gerne ohne mich. Weil das finde ich einfach nicht fair. Also das ist schon etwas, was mir irgendwie wichtig ist, dass ich genau weiß, dass das einfach irgendwie ein fairer Wert ist.“ IP17 ERFAHRENE INVESTORIN

Bei Investitionsgelegenheiten, die über einen Netzwerkkontakt zustande kommen, verzichten viele Investorinnen auf eine intensive eigene Analyse.

» Und wenn der Leadinvestor mehr oder weniger klar ist und die Terms definiert sind und ich meine Due Diligence gemacht habe, dann sind das eigentlich nur zwei Gespräche.“ IP18 ERFAHRENE INVESTORIN

» Es gibt Themen, die ich mir gar nicht mehr unbedingt angucken muss, wenn ich weiß, dass zum Beispiel ein Mensch, der eine saubere Due Diligence macht, das getan hat, und wo ich als Einzelperson gar nicht die Kapazität habe.“ IP27 ERFAHRENE INVESTORIN

Generell ist der Austausch mit anderen Business Angels über die Investitionsgelegenheit ein zentraler Aspekt im gesamten Entscheidungsprozess. 100 Prozent der Neuinvestorinnen und 80 Prozent der erfahrenen Investorinnen tätigten Aussagen dazu, während der Entscheidungsfindung aktiv Rat und Rückversicherung zu suchen.

» Ja, ich glaube, man fühlt sich am Ende sicherer, wenn man jemanden an der Seite hat. Das darf einen natürlich nicht trügen, weil andere Leute andere Kriterien haben zu investieren und man nicht alle Motive kennt. Trotzdem denkt man manchmal, okay, also wenn der das so sieht oder die das so sieht, dann bestätigt das das eigene Investmentverhalten.“ IP5 ERFAHRENE INVESTORIN

Das Einholen von fachlicher Expertise, z. B. von Jurist:innen oder Branchenexpert:innen, war nur für ca. 20 Prozent der Investorinnen wichtig.

Wenn Investor:innen aktiv nach Investitionsgelegenheiten suchen, sich bei ihrer Beteiligungsentscheidung aber an der Meinung und Empfehlung anderer orientieren, werden sie in der Literatur auch als „Referred Investors“ bezeichnet. „Independent Investors“ verhalten sich bei der Informationssuche dagegen passiv, warten auf Inbound-Beteiligungsangebote und treffen ihre Entscheidung unabhängig von anderen. „Group Investors“ engagieren sich grundsätzlich nur im Wege einer Syndizierung, die das Risiko und oft auch die notwendige Kapitalbeteiligung eines einzelnen Business Angels reduziert.

Nur vereinzelt sprachen die Investorinnen konkrete Unterschiede an, die sie selbst in ihrer Due Diligence im Vergleich zu männlichen Investoren beobachten. Dazu gehörte, dass sie glauben, verstärkt auf die Diversität im Team, speziell die Geschlechterdiversität, zu achten, und generell den weichen, team- und wertebezogenen Faktoren eine höhere Bedeutung zuzuweisen.

» *Ich glaube, ich achte vielleicht auch mehr auf Dinge, die mir persönlich wichtig sind. Wie geht ein Unternehmen mit Menschen, mit Nachhaltigkeit und mit Mitarbeitern und Mitarbeiterinnen um? Ich denke, eine Frau achtet mehr auch auf diese Soft Facts. Klar möchte ich auch Zahlen, Daten, Fakten sehen, und trotzdem muss auch Emotion da sein. Ist da auch ein Mensch dahinter, der ein Unternehmen gut führen kann? Und zwar ganzheitlich, nicht nur im Finanzbereich?“ IP19 NEUINVESTORIN*

» *Also ich habe zum Beispiel letztes Jahr in ein Team investiert, zwei Gründerinnen, und wir waren ziemlich spät dran. Die hatten schon superviele Zusagen. Im Gespräch war ich dann die Einzige, die auf einer sehr prominenten Slide, auf der stand, dass sie B Corp, also mit Purpose gründen wollten, nach dem Ziel dahinter gefragt hat. Da waren sie so richtig erstaunt und haben sich gleichzeitig sehr gefreut. Ich meine, ich weiß nicht, wie viele Gespräche die schon geführt hatten, mit wie vielen männlichen Kollegen, aber kein Einziger hat diese Frage gestellt. Und ich fand, das war so offensichtlich, diese Frage zu stellen. Also ich glaube schon, dass diese ganzen Softthemen sonst oft kürzer kommen.“ IP9 ERFAHRENE INVESTORIN*

Diesen Unterschied nehmen die Investorinnen als Stärke wahr, insbesondere an einem ihrerseits diversen Cap Table.

» *Ich würde nicht sagen, dass ich allein deswegen erfolgreicher bin, aber ich merke einfach, dass dieser Aspekt durch mich in unserem Team besonders stark ausgefüllt wird. Die schieben mir immer das Team-Assessment zu und machen oft nicht weiter, wenn ich mich noch nicht mit dem Team getroffen habe. Das Team verlässt sich hier sehr stark auf mich, weil ich mich mehr mit Themen wie Empathie im Team, Kommunikationsebene, Körpersprache und nonverbale Kommunikation beschäftige und einfach auch andere Fragen stelle.“ IP27 ERFAHRENE INVESTORIN*

» *Ich habe keine Angst, schwache Fragen zu stellen, und damit bin ich relativ allein. Ob das, wie gesagt, allein zum Erfolg führt, wage ich zu bezweifeln. Beide Fragewelten ergänzen sich eigentlich zu einem großen Ganzen, wo wir dann ein superinteressantes Gespräch haben.“ IP 27 ERFAHRENE INVESTORIN*

## Entscheidungsfindung

Am Ende des Investitionsprozesses stehen die Verhandlung der Konditionen mit dem Team und anschließend die Entscheidung. Wie bereits erwähnt, spielen für die Interviewpartnerinnen Verhandlungen im Sinne einer Preisverhandlung der Anteile kaum eine Rolle. Sie verfolgen in der Regel einen „Take it or leave it“-Approach. Wenn sie mit den Unternehmensbewertungen nicht einverstanden sind, investieren sie nicht.

Am Ende der Diskussion zu Bewertungskriterien wurden die Gesprächspartnerinnen gefragt, ob ihre finale Entscheidung schließlich auf Basis der erhobenen Fakten, z. B. zum Markt oder Cap Table, zustande kommt oder ob weiche Faktoren ausschlaggebend sind. Fast alle Interviewpartnerinnen antworteten, dass beides eine Rolle spielt. Im Detail zeigten sich jedoch auch hier Unterschiede zwischen den Neuinvestorinnen und den erfahrenen Investorinnen.

85 Prozent der erfahrenen Investorinnen gaben an, dass das allgemeine Bauchgefühl stimmen muss, sie sich also auf ihre Intuition verlassen.

» *Wenn das alles auf Ja steht und man sagt, jetzt müsste man entscheiden, dann steht bei mir am Ende trotzdem eine Bauchentscheidung an. Das ist einfach eine Bauchsache.“ IP13 ERFAHRENE INVESTORIN*

Jede zweite erfahrene Investorin erwähnte Sympathie gegenüber dem Gründungsteam als Grundlage der Entscheidung.

» *Ich entscheide natürlich nach Relevanz des Themas und Wissens, das ich selber habe, aber auch nach Renditeerwartungen und, das unterscheidet das Business Angel Investing ganz fundamental von meinem Leben als Professional Investor, ob ich denke, dass es gut investierte Lebenszeit ist, mit diesen Leuten zusammen zu arbeiten und ob ich einfach Freude daran habe. Das soll mir wirklich Spaß machen.“ IP27 ERFAHRENE INVESTORIN*

Unter den Neuinvestorinnen war das Zutrauen in die eigene Intuition etwas geringer ausgeprägt als bei erfahrenen Investorinnen. Dafür stufen sie die Bedeutung von Sympathie gegenüber dem Gründungsteam noch höher ein.

» *Ich arbeite ja mit denen zusammen, wir sind ein Team. Und wenn wir zusammen Workshops*

*machen, dann möchte ich einfach Bock darauf haben. Ich möchte, dass sie Interesse daran haben, meine Meinung zu hören. Es muss einfach passen. Dafür gibt es zu viele Start-ups, dass man sich das auch sehr gut aussuchen kann, wie man seine Zeit verbringen möchte.“*

IP15 NEUINVESTORIN

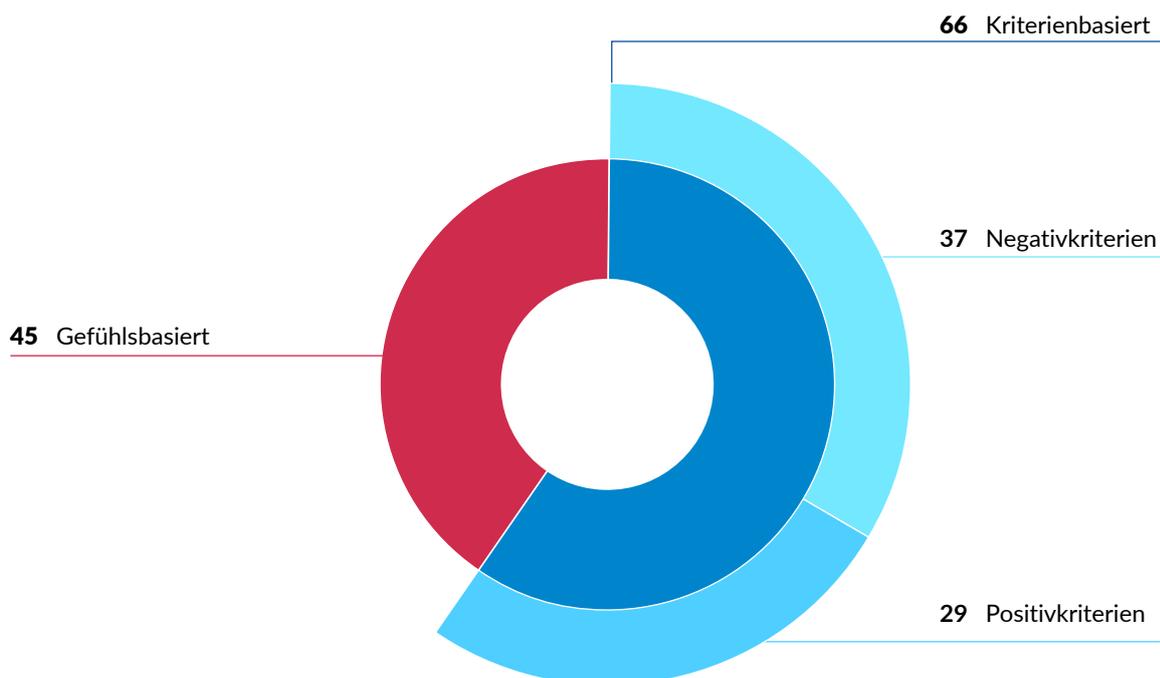
Am deutlichsten zeigt sich der Erfahrungsvorsprung aber in der systematischen Entscheidungsunterstützung. Die Mehrheit der Neuinvestorinnen und erfahrenen Investorinnen gab an, eine Checkliste oder einen Prüfkatalog zu verwenden.

Neuinvestorinnen arbeiten fast ausschließlich mit Positivlisten, auf denen Kriterien stehen, die für sie erfüllt sein müssen.

» *Also das Thema Interesse und die Kenntnisse auf meiner Seite und dann die Innovation der Geschäftsidee, das ist wichtig. Das Gründerteam ist wichtig, vor allem, dass eine Frau dabei ist, und die*

## Abbildung 9: Struktur der Entscheidungsfindung erfahrener Investorinnen

Absolute Erwähnungen



*Skalierbarkeit des Unternehmens ist mir auch wichtig. Wirklich, da will ich ein großes Wachstumspotenzial sehen.“ IP15 NEUINVESTORIN*

Erfahrene Investorinnen machten häufiger Aussagen zu Negativkriterien. Ähnlich wie im Screening suchen sie nach Signalen, die das Investment ausschließen, nicht umgekehrt.

Beispiele, die genannt wurden, sind mangelndes Selbstbewusstsein der Gründer:innen, aber auch ein unbegründet großes Selbstbewusstsein verbunden mit einer geringen Bereitschaft, Feedback aufzunehmen, Unbedarftheit und überoptimistische Planung oder mangelnde Verlässlichkeit im Umgang und in der Kommunikation. Auch eine massive Ungleichverteilung der Anteilsverteilung gilt als „Red Flag“, da dies die Teamdynamik negativ beeinflussen kann. Außerdem wurde es als kritisch gewertet, wenn ein Start-up noch kein Monetarisierungsmodell entwickelt hat oder keine Vorstellung dazu besteht, wie langfristig Geld

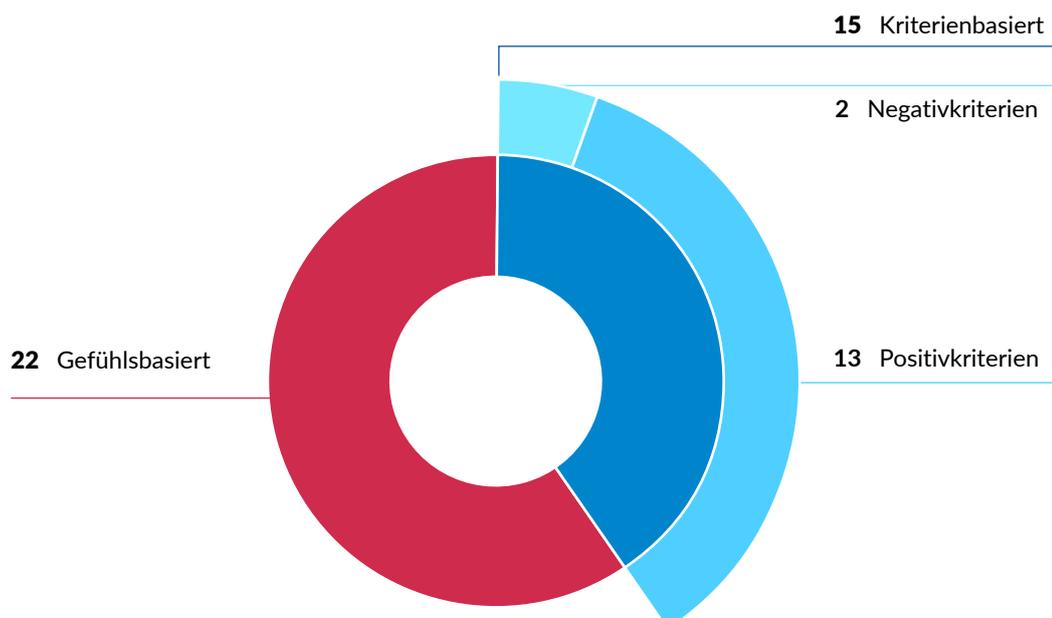
verdient werden soll, und wenn kein guter Zugang zum Markt bzw. keine Go-to-Market-Strategie vorliegt. Die Investorinnen lehnen ein Investment teilweise auch ab, wenn das aufgenommene Kapital größtenteils in Gehälter und nicht in das Produkt investiert werden soll, wenn das Produkt als zu kompliziert eingeschätzt wurde oder aus moralisch-ethischen Gründen nicht mehr infrage kam.

**»** *Ansonsten gibt es Red Flags, die sich auf Produkte beziehen. Also wenn die irgendwie zu shady sind oder sich unlauter anfühlen. Hashtag Klarna. Also ein brillantes Geschäftsmodell, was aber eigentlich nur darin mündet, irgendwie minderjährige Leute mit Schulden zu locken und damit dann super Rendite zu erwirtschaften.“ IP13 ERFAHRENE INVESTORIN*

Diese differenzierten Warnsignale zu kennen, ist eine Frage der Erfahrung.

## Abbildung 10: Struktur der Entscheidungsfindung von Neuinvestorinnen

Absolute Erwähnungen



## Zwischenfazit zum Entscheidungsprozess

Unterm Strich legen die Gespräche mit den Investorinnen und auch die Ergebnisse der Onlinebefragung nahe, dass die empirisch beobachtbare Tendenz, dass weibliche Business Angels überdurchschnittlich häufig in Gründerinnen, weibliche oder diverse Teams oder in Start-ups mit einer weiblichen Kundengruppe investieren, wie folgt entsteht:

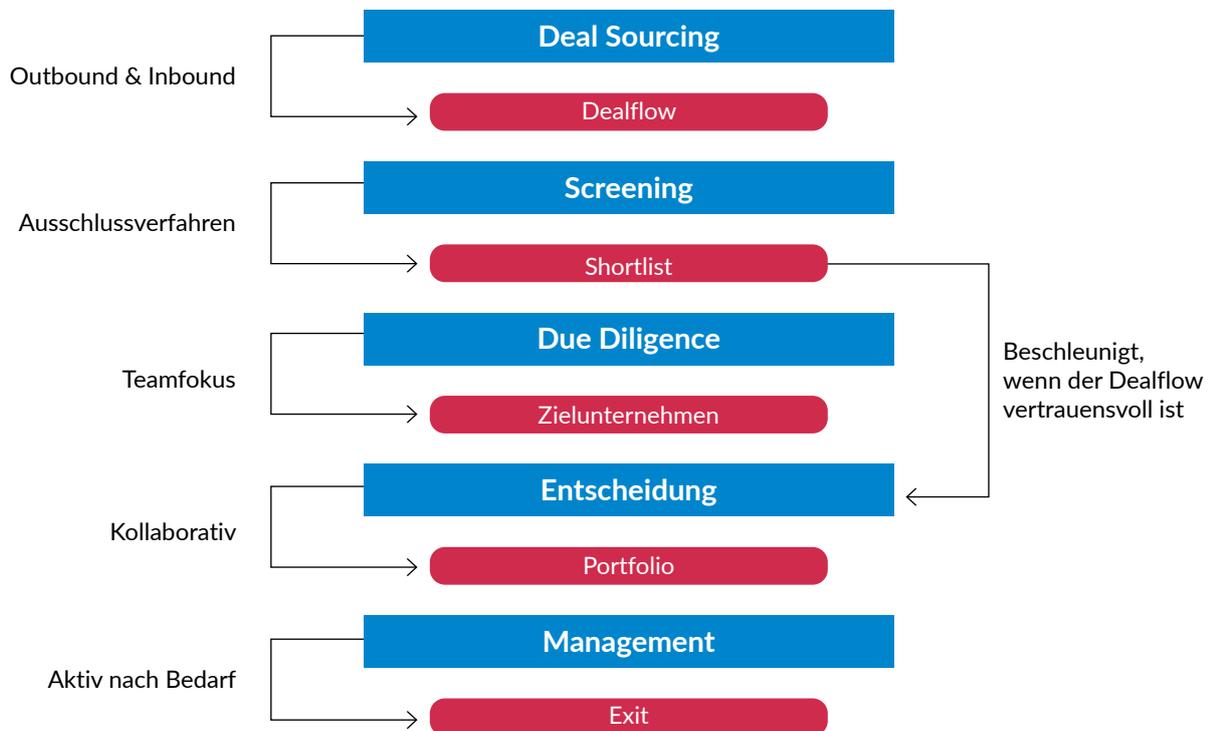
Zunächst ist der Dealflow der Investorinnen von vornherein diverser. Viele Gesprächspartnerinnen äußerten, dass sie überdurchschnittlich viele Anfragen von Gründerinnen erhalten. Dieser Eindruck aus der vorliegenden Stichprobe bestätigt Erkenntnisse aus früheren Studien: Gründerinnen haben eine höhere Neigung, Kapital bei einer Investorin zu suchen, so sie verfügbar ist, als bei einem Investor. Diesen Effekt

nennt man soziale Homophilie (Becker-Blease und Sohl 2007). Für Investorinnen, die in Netzwerken speziell für weibliche Business Angels aktiv sind, potenziert sich die Wirkung.

Dieser diversere Dealflow trifft im Screening auf Investorinnen, die Geschlechterdiversität im Gründungsteam mehrheitlich bevorzugen oder sogar als nicht kompensatorisches Kriterium betrachten. Das heißt: Nicht diverse Teams haben einen Malus, auch wenn sie nicht zwangsläufig sofort rausgefiltert werden.

Mindestens gleichbedeutend für die Entscheidung, welche Investitionsgelegenheit von den Investorinnen weiter geprüft wird, ist an diesem Punkt die Verbindung jeder einzelnen Investorin zu Markt und Produkt. Hat sie in diesem Bereich Expertise? Oder gehört sie vielleicht sogar zur Zielgruppe und kann somit die Relevanz der Lösung, die das Start-up anbietet, besonders gut einschätzen?

Abbildung 11: Stufen im Entscheidungsprozess von Investorinnen



» *Ich glaube, dass mich halt einfach bestimmte Themen mehr interessieren und dass ich die Probleme besser nachvollziehen und verstehen kann, als es vielleicht ein Mann kann. Nehmen wir mal das Thema Bildung. Und es ist nun mal so, dass sich oft immer noch die Frauen mit der ganzen Schulbildung ihrer Kinder auseinandersetzen und dadurch die Probleme besser verstehen und auch die Produkte besser verstehen können. Das gilt für alles, was sich gezielt an Frauen richtet. Seien das Hygieneartikel, Medizinprodukte, Kleidung etc.“ IP22 NEUINVESTORIN*

Durch die Kombination dieser Faktoren – des diverseren Dealflows mit der Präferenz der Investorin für Diversität im Team und ihrer Nähe zum Angebot – gelangen überdurchschnittlich viele Gründerinnen in die zweite Phase der Entscheidungsfindung: die Due Diligence. Dort bauen Investorinnen durch den starken Teamfokus, den sie setzen, leichter Rapport auf, also eine vertrauensvolle, durch wechselseitige empathische Aufmerksamkeit getragene Beziehung.

» *Ich gucke mir sehr gerne Female Founder an – und das nicht nur thematisch vom Start-up her. Mir ist diese Art Founder einfach sehr geläufig und steht mir nahe.“ IP13 ERFAHRENE INVESTORIN*

» *Und ich traue Frauen durchaus auch genau das Gleiche, mindestens, zu wie Männern. Ich habe keine Angst, dass sie ihr Thema, wie AI oder Predictive Maintenance oder was auch immer, nicht verstehen und dazu erst mal einen Mann brauchen als CTO. Und ich traue auch Frauen natürlich zu, dass sie die ganzen privaten Themen mit ihrem Start-up vereinen können, wenn sie das wollen. Das habe ich ja schließlich selber auch geschafft. Und, tatsächlich traue ich Frauen auch mehr zu als Männern, weil ich glaube, dass sie ein viel breiteres Spektrum bei emphatischen Themen haben. Also noch mehr auf Menschen um sich herum ausgerichtet sind als Männer.“ IP18 ERFAHRENE INVESTORIN*

Natürlich spielen in dieser Phase auch zahlreiche weitere Überlegungen zum Markt, zum Produkt und den Finanzen eine Rolle. Das Vertrauen zum Team und der persönliche Fit zur Investorin haben allerdings ein besonderes Gewicht.

# Wie geht es nach dem Investment weiter?

Ein Business Angel hat im Wesentlichen zwei Hebel, um das Risiko, das sie oder er mit einer Frühphasenfinanzierung eingeht, zu begrenzen: erstens die sorgfältige Auswahl und Prüfung des Start-ups (pre-investment risk reduction) und zweitens die aktive Unterstützung des Teams durch Erfahrung und Vernetzung (post-investment risk reduction). Während Phase 1 wenige Wochen umspannt, dauert Phase 2 in der Regel mehrere Jahre an. Mit anderen Worten: Nach der Entscheidung, in ein Start-up zu investieren, geht es erst richtig los!

Business Angels können eine Vielzahl formeller und informeller Rollen in einem Start-up einnehmen, einschließlich allgemeiner Managementberatung, Netzwerkaufbau, Mitwirkung im Beirat oder Unterstützung bei der Suche nach weiteren Finanzierungsrunden. Die meisten Business Angels und Gründer:innen betrachten die Beziehung zueinander und den Beitrag, den die Investor:innen zum Erfolg des Unternehmens leisten, als positiv (Politis und Landström 2002).

Vor diesem Hintergrund wurden die Gesprächspartner:innen gefragt, wie die Zusammenarbeit zwischen ihnen und ihren Start-ups abläuft und was ihnen dabei aus Sicht der Investorin besonders wichtig ist. Unisono antworteten die Investorinnen, dass es keine typische Zusammenarbeit gibt, sondern sich diese von Start-up zu Start-up unterscheidet und auch im Laufe der Zeit verändert.

60 Prozent der Neuinvestorinnen und 32 Prozent der erfahrenen Investorinnen betonten, dass es regelmäßige Meetings mit dem Team gibt. Dazu zählen z. B. monatliche Angel Calls. Der Großteil der Interaktion scheint jedoch nach Bedarf stattzufinden. 80 Prozent der Neuinvestorinnen und 84 Prozent der erfahrenen Investorinnen gaben an, ad hoc mit dem Start-up in Kontakt zu treten, wenn diese Unterstützung braucht.

» *Also mein Idealszenario ist, es gibt regelmäßig einen Austausch in Form einer Art bei Beiratssitzungen. Die gibt es vielleicht einmal im Quartal, damit man weiß, wie entwickelt sich das und was sind Themen, wo man als Sparringspartner helfen kann.“* IP25 NEUINVESTORIN

» *Ich glaube, das ist so das Optimale: monatliche E-Mail mit Statusupdate und alle drei Monate dann tatsächlichen persönlichen Call. Und dann, wenn die Start-ups ad hoc was brauchen, dann rufen die auch einfach an. Ohne Vorwarnung.“* IP1 ERFAHRENE INVESTORIN

Die Hälfte der Neuinvestorinnen und drei Viertel der erfahrenen Investorinnen machten zudem Aussagen zu den Inhalten der Zusammenarbeit.

Innerhalb dieser Gruppen stand an oberster Stelle, dass Angelinvestorinnen den Start-ups ihr Netzwerk öffnen und Kontakte herstellen. Die Mehrheit gab an, dies proaktiv zu tun. Erfahrene Investorinnen erwähnten häufiger, dass Start-ups sie auch gezielt um die Weitergabe von Kontakten bitten.

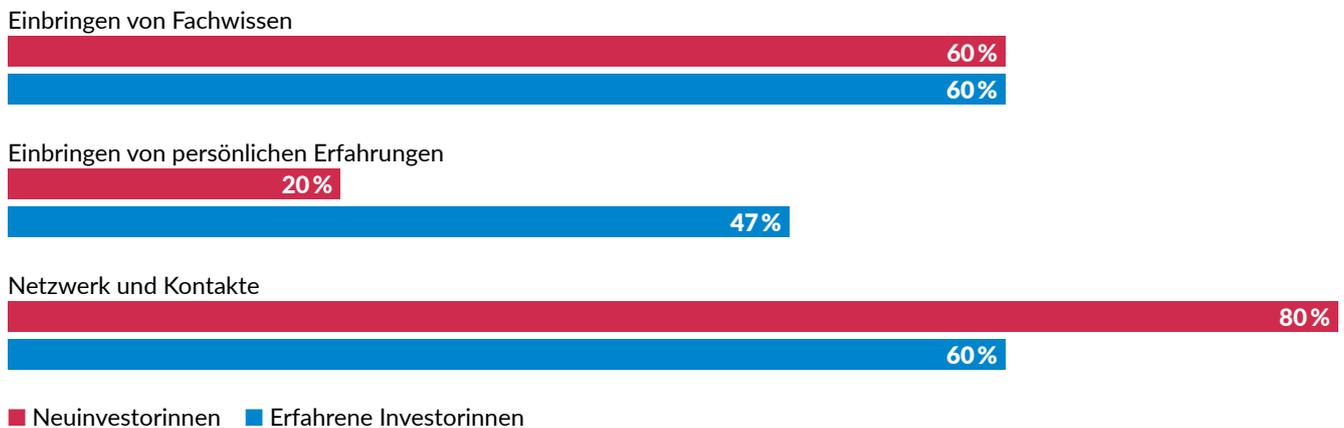
» *Wenn ich irgendwas sehe, wo die Start-ups reinpassen könnten, vernetze ich sie sofort. Wenn ich auf einer Veranstaltung bin und ich glaube, es passt, dann platziere ich sie. Also ich versuche da wirklich, Sichtbarkeit für die Gründer:innen, für die Start-ups zu bringen.“* IP15 NEUINVESTORIN

» *Also bei einem Start-up, bei denen ist der Instagram-Account down und ich kenne natürlich auch Leute bei Meta. Und so weiter. Und da helfe ich dann.“* IP17 ERFAHRENE INVESTORIN

» *Welche Türen kann ich aufmachen, welche Kontakte kann ich herstellen? Oder auch wenn es dann neue Finanzierungsrunden gibt, welche Investoren könnten noch passen und für welche VC Funds könnte das interessant sein?“* IP3 ERFAHRENE INVESTORIN

## Abbildung 12: Inhalte der Zusammenarbeit zwischen Investorinnen und ihren Portfoliounternehmen

Anteil unter den befragten Investorinnen, die sich grundsätzlich zu Inhalten geäußert haben



■ Neuinvestorinnen ■ Erfahrene Investorinnen

Quelle: Eigene Darstellung, Expertinneninterviews (n = 30).

| BertelsmannStiftung

Jeweils gut 60 Prozent der Investorinnen, die sich zu den Inhalten äußerten, gaben an, dass sie dem Start-up ihre fachliche Expertise zur Verfügung stellen. Erfahrene Investorinnen erwähnten mehr als doppelt so häufig, dass sie auch persönliche Erfahrungen einfließen lassen.

» Also ich bin ja recht breit und unternehmerisch aufgestellt. Ich stehe für Fragen in Bezug auf Vertrieb, Vertragsgestaltung, Datenschutz, HR, aber auch private Themen der Gründerinnen zur Verfügung und bin da gerade am Anfang sehr zeitintensiv mit beschäftigt.“  
IP26 NEUINVESTORIN

» Aber dann eben auch fachlich. Zum Beispiel, es sind jetzt gerade zwei Wochen, wo Steuern und Recht viel gefragt ist. Da brauchen die dann halt einfach mal Stellungnahmen oder Feedback. Wo müssen wir hier aufpassen oder wie können wir das verkaufen? Können wir da uns damit rauswagen?“ IP2 ERFAHRENE INVESTORIN

» Ich bin ja immer eine von vielen. Man nimmt mich auch meist auf den Cap Table dazu, nicht weil ich das Geld bringe, sondern für die Expertise und das Coaching. Weil ich ja auch Gründerin bin. Und von daher sage ich zu denen immer: „Ihr kommt zu mir, wenn ihr was braucht, und ich bin immer für euch da.“ IP29 ERFAHRENE INVESTORIN

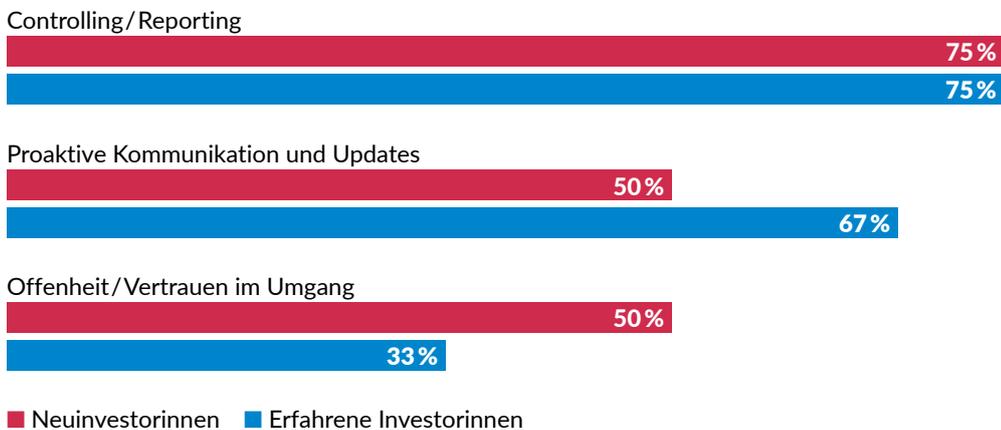
80 Prozent der Neuinvestorinnen und 60 Prozent der erfahrenen Investorinnen äußerten sich darüber hinaus zu Erwartungen, die sie an ein Start-up haben. Jeweils gut drei Viertel davon fordern regelmäßige schriftliche Updates.

» Dann bestehe ich immer darauf, dass es ein monatliches Reporting gibt. Das machen auch nicht alle Start-ups gleich gut und fordern auch nicht alle Business Angels an. Das muss auch nicht wahnsinnig komplex sein, da reicht eine E-Mail mit: Was ist im letzten Monat passiert? Was passiert im nächsten Monat? Wo hängt bei uns was, wo läuft es gerade nicht so gut? Brauchen wir eventuell Hilfe? Was auch immer sehr hilfreich ist, weil viele Menschen natürlich auch viele Themen unterstützen können. Und was sind die nächsten Schritte?“  
IP1 ERFAHRENE INVESTORIN

Jede zweite Neuinvestorin und 63 Prozent der erfahrenen Investorinnen wiesen darauf hin, dass sie auch darüber hinaus eine proaktive Kommunikation erwarten und bei Schwierigkeiten möglichst früh informiert werden wollen.

## Abbildung 13: Erwartungen an die Zusammenarbeit zwischen Investorinnen und ihren Portfoliounternehmen

Anteil unter den befragten Investorinnen, die sich grundsätzlich zu Erwartungen geäußert haben



Quelle: Eigene Darstellung, Expertinneninterviews (n = 30).

BertelsmannStiftung

Auch Vertrauen und Offenheit im Umgang sind wichtige Themen, wobei Neuinvestorinnen diese Punkte etwas häufiger erwähnten als erfahrene Investorinnen.

» Und ich sage zu denen auch, ich hole mir, was ich wissen will. Sodass ihr so viel Zeit wie möglich habt, am Produkt zu arbeiten und eurer Idee. Ich will aber, dass ihr wisst, dass wenn irgendwie was ist, ihr immer zu mir kommen könnt. Das heißt, die haben alle meine Handynummer. Und die wissen, dass sie mich zu jeder Tages- und Nachtzeit mit Sprachnachrichten gut erreichen.“  
IP12 ERFAHRENE INVESTORIN

» Denn das Allerwichtigste ist für mich einfach Vertrauen, Offenheit und Transparenz. Also dass man sich einfach sicher ist als Angel, dass wenn irgendwas ist, man davon erfährt. Dass auch schlechte Nachrichten einfach offen kommuniziert werden und dass insgesamt vertrauensvoll kommuniziert wird, man nicht irgendwie gegeneinander spielt, sondern miteinander, und es auch als gemeinsame Kraft versteht.“ IP14 NEUINVESTORIN

» Ich habe ja jetzt nicht so viel Zeit, und wenn ich meine Zeit dann hergebe, dann will ich, dass die auch genutzt wird. Also ich will nicht, dass mir Bullshit erzählt wird, was alles toll läuft oder so, das ist mir eigentlich egal. Das sehe ich dann an den Zahlen, und ich will eigentlich schon genau wissen, was gerade nicht läuft

und wo ich helfen kann, wo ich unterstützen soll, um die Start-ups voranzubringen.“ IP8 ERFAHRENE INVESTORIN

Nach dem zeitlichen Umfang gefragt, den die Investorinnen mit ihrer Rolle als Business Angel verbinden, ergab sich eine große Spannweite: von Interviewpartnerinnen, die angaben, mit einigen ihrer Portfoliounternehmen seit dem Investment keinerlei persönlichen Kontakt mehr gehabt zu haben, bis zu Investorinnen, die viele Stunden pro Start-up und Monat investieren. Auch wiesen fast alle darauf hin, dass sich der zeitliche Umfang von Start-up zu Start-up unterscheidet und im Laufe der Zeit verändern kann.

» Unterschiedlich. Also ich habe Start-ups, wo ich gefühlt einmal im Monat mit denen telefoniere. Und dann aber auch nicht nur für eine halbe Stunde, sondern für ein paar Stunden. Und wo ich die Calls auch vorbereite und sage, wir müssen diese 15 Themen besprechen.“ IP20 NEUINVESTORIN

» Wenn es jetzt bei einem Start-up nicht so gut läuft, dann nehme ich mir auch einmal die Woche zwei, drei Stunden Zeit, um da ad hoc zu supporten und zu schauen, dass man der Entgleisung noch entkommt. Es gibt aber auch Start-ups, da telefoniere ich einmal im Jahr mit dem Gründer vor der nächsten Finanzierungsrunde.

*Dann kriegen die eine Vollmacht von mir und das wars.“*  
IP13 ERFAHRENE INVESTORIN

» *Ich glaube mindestens eine halbe Stunde pro Start-up und Monat. Wenn du wirklich nichts aktiv machst und nur das Reporting liest. Maximum ist wahrscheinlich zwei Stunden pro Woche. Also acht bis zehn Stunden im Monat, habe ich durchaus auch. Mehr kriege ich nicht hin. Wäre bei manchen hilfreich, aber kriege ich nicht hin.“* IP1 ERFAHRENE INVESTORIN

Im Rahmen der Onlinebefragung wurden die Investorinnen gebeten anzugeben, wie viel Zeit sie durchschnittlich pro Start-up und Monat investieren. Mehr als die Hälfte gab an, zwischen einer und fünf Stunden je Portfoliounternehmen zu verwenden. Immerhin noch 32 Prozent gaben an, im Durchschnitt zwischen sechs und zehn Stunden aufzubringen.

Dieses sehr hohe zeitliche Commitment deckt sich mit den qualitativen Eindrücken aus den Interviews.

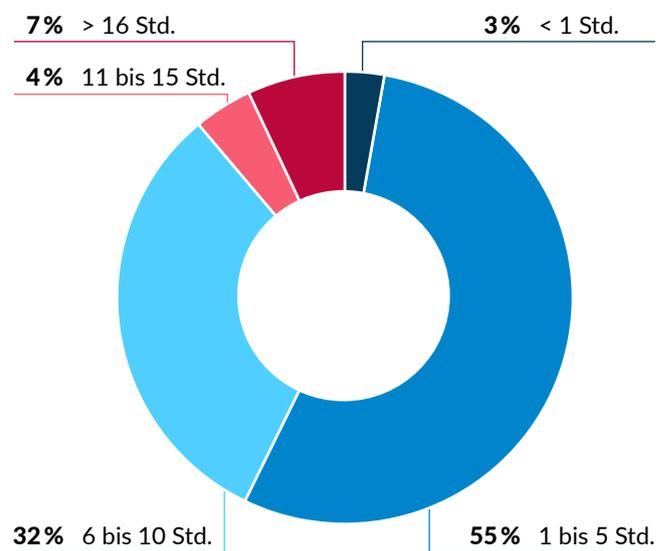
» *Also ich habe da keine klaren Regeln für mich im Kopf. Ich würde immer situationsbedingt entscheiden oder sagen, das, was ich gerade an Kapazitäten hab, kann ich irgendwie geben. Und dann gibt es sicher Phasen, wo ich auch einfach halt mal keine Zeit habe oder nicht so viel Zeit habe und weniger geben kann.“*  
IP4 NEUINVESTORIN

» *Und ich ermutige alle Start-ups auch immer dazu, Einzeltermine zu machen. Und das mache ich mit meinen auch sehr regelmäßig, wo wir auch manchmal kleine Workshops machen und uns dann zu konkreten Themen was überlegen. Zum Beispiel, wie wollen wir den Vertrieb aufbauen?“* IP15 NEUINVESTORIN

» *Ich bin auch schon jemand, der sich relativ viel engagiert, gerade am Anfang.“* IP17 ERFAHRENE INVESTORIN

Die Tatsache, dass viele Investorinnen im Rahmen ihrer Möglichkeiten eine hohe Bereitschaft äußerten, sich einzubringen, stützt ein häufig angeführtes Argument, dass Frauen kooperationsbereiter sind und sich in der Zusammenarbeit überdurchschnittlich engagieren (Amatucci 2018: 97).

Abbildung 14: **Zeitliches Engagement der Investorin pro Start-up und Monat**



Quelle: Eigene Darstellung, Onlinebefragung (n = 75).

| BertelsmannStiftung

# Fazit und Empfehlungen

---

Im Rahmen dieser Studie wurden Frauen, die als Business Angel in Start-ups investieren, zu ihren Motiven und Entscheidungswegen befragt. Einige Investorinnen waren sehr erfahren, andere haben gerade erst damit begonnen, sich ein Portfolio aufzubauen. Sie hatten unterschiedliche berufliche und private Hintergründe und äußerten sich verschieden zu Zielen und Selektionskriterien. Unter den Befragten waren Unternehmerinnen, Managerinnen, Gründerinnen und auch Frauen, die beruflich im Private-Equity- oder Venture-Capital-Umfeld tätig sind. Wie es für Business Angels grundsätzlich gilt, sind also auch die Teilnehmerinnen dieser Studie nicht als homogene Gruppe zu verstehen. Sie repräsentieren nicht „die“ Angelinvestorin, das wäre nicht möglich und war nicht beabsichtigt.

So gab z. B. nur ein Teil der Befragten an, eine Investmentstrategie zu verfolgen, die explizit die Unterstützung von Gründerinnen und diversen Teams vorsieht. Umso interessanter ist, dass bei aller Unterschiedlichkeit der Entscheiderinnen die Ergebnisse dieser Untersuchung dennoch die bereits aus anderen Studien bekannte Tendenz stützen, dass weibliche Business Angels überdurchschnittlich häufig in Gründerinnen, in diverse Teams oder in Start-ups mit einer weiblichen Kundengruppe investieren. Wie lässt sich das erklären?

Das qualitative Forschungsdesign der vorliegenden Studie ermöglicht es, die Zusammenhänge im Vergleich zu rein statistischen Analysen genauer zu untersuchen. Dabei zeigt sich, dass das beschriebene Investitionsverhalten eine Folge verschiedener aufeinander einwirkender Faktoren ist. Dazu gehört ein per se diverserer Dealfow, den weibliche Business Angels oft erhalten. Begründet ist das nicht in dem Verhalten der Investorinnen selbst, sondern in der empirisch evidenten Neigung von Gründerinnen, Kapital eher bei

einer Investorin zu suchen, so sie verfügbar ist, als bei einem Investor. Weiter wirken auf den Auswahlprozess die fachliche und/oder die persönliche Nähe der Investorin zum Produkt oder Markt, die häufiger bei von Frauen oder diversen Teams gegründeten Start-ups zu finden sind. Und schließlich spielt der starke Teamfokus, den Investorinnen in der Due Diligence setzen, eine Rolle. Angelinvestorinnen scheinen die Fähigkeit zu haben, leichter Rapport zu Gründerinnen aufzubauen und damit eine vertrauensvolle, durch wechselseitige empathische Aufmerksamkeit getragene Beziehung zu schaffen. Das führt auch aufseiten der Start-ups zu einer positiven Selektion.

Unterm Strich verhalten sich Angelinvestorinnen damit so, wie es von Business Angels generell erwartet werden sollte: Sie treffen Entscheidungen vor dem Hintergrund ihrer Expertise und ihrer Stärken. Und tragen unterdessen zur Diversität der Start-up-Landschaft bei.

Es ist daher wünschenswert, den Frauenanteil unter den Business Angels in Deutschland von derzeit 13,6 Prozent deutlich zu erhöhen. Dabei ist es wichtig zu erwähnen, dass die Tätigkeit als Business Angel nicht für jede Frau in gleicher Weise zugänglich oder erstrebenswert ist. Diese Form der Kapitalanlage sollte Teil eines diversifizierten Anlageportfolios sein und setzt damit ein gewisses Grundvermögen voraus. Auch dürfen die damit einhergehenden Ausfallrisiken nicht marginalisiert werden. Aber selbst unter diesen Voraussetzungen ist das Potenzial möglicher Angelinvestorinnen in Deutschland noch nicht ausgeschöpft.

Häufig genannte Hürden, die Frauen davon abhalten, als Business Angel aktiv zu werden, sind, dass (Amatucci 2018)

- Frauen dazu neigen, ihre Fähigkeiten und ihre Risikobereitschaft zu unterschätzen,
- Frauen aufgrund familiärer Verpflichtungen weniger Zeit für diese zeitaufwendige Anlageform haben,
- Frauen ein geringeres Durchschnittsvermögen haben und es bislang auch vergleichsweise wenige Gründerinnen gibt, die einen erfolgreichen Exit realisieren konnten,
- Frauen nicht über ein vergleichbares Sozialkapital wie Männer verfügen, d. h., sie haben weniger Zugang zu wichtigen Informationen und Netzwerken, und
- eingesessene Business-Angel-Netzwerke sich oft nicht auf die Sektoren konzentrieren, die weibliche Investorinnen besonders interessieren.

Wenn man das Potenzial weiblicher Business Angels in Deutschland heben möchte, dann also offensichtlich durch Maßnahmen, die Wissen, Zeit und Kapital hebeln und durch die auch andere Sektoren und andere Geschäftsmodelle in den Fokus gerückt werden:

**1** Stärkung von **Investorinnennetzwerken**, in denen Dealflow geteilt und Erfahrungswissen ausgetauscht wird und die gleichzeitig für Gründerinnen als zentrale Anlaufstelle dienen können. Vor allem Neuinvestorinnen geben diese Netzwerke anfangs Sicherheit, und sie helfen ihnen, in der Community bekannt zu werden.

Für Gründerinnen sind Investorinnennetzwerke eine gute Möglichkeit, gezielt an die immer noch nur wenigen weiblichen Business Angels heranzutreten. Das wiederum macht sie auch für erfahrene Investorinnen attraktiv, da sie hier einen Dealflow vorfinden, der anders strukturiert ist als in anderen Netzwerken und der bestenfalls stärker mit ihren Interessen und Werten korrespondiert. Insgesamt erhöhen Netzwerke die Sichtbarkeit weiblicher Business Angels.

**2** Mehr Sichtbarkeit für Investorinnen ist wiederum eine Voraussetzung für einen **Imagewandel in der Investmentszene**. Das negative Bild des (i. d. R. männlichen) Investors, der einseitig rendite- oder wach-

tumsfokussiert ist und oft großen Druck auf Investments ausübt, schreckt viele potenzielle Investorinnen immer noch ab. Stattdessen ist es wichtig, anhand von realen Vorbildern die Vielfalt der Möglichkeiten im Investmentbereich aufzuzeigen und zu verdeutlichen, dass die Zusammenarbeit mit Start-ups ein wichtiger Teil der Aufgabe ist und man so als Investorin auch Zukunft mitgestalten kann. Geförderte Imagekampagnen oder Preise, durch die Vorbilder sichtbar gemacht werden, tragen dazu bei, die öffentliche Wahrnehmung von Investorintum zu verändern.

**3** Förderung von **Informations- und Schulungsangeboten**, die Neuinvestorinnen schnell einen Einstieg ins Thema ermöglichen. Oft bringen Frauen zwar bereits die notwendigen Qualifikationen und Kenntnisse mit, um den Schritt hin zum ersten Investment zu gehen, sie schätzen sich selbst aber nicht so ein. Das Gefühl, ein solides Grundwissen zu haben, ist ein erster Schritt in Richtung Risikobewältigung. Schon einfache Checklisten können Orientierung bieten und helfen, vorab Fragen zu beantworten, z. B.: Wie viel Geld brauche ich, um in Start-ups zu investieren? Ist ein Direktinvestment in Start-ups für mich sinnvoll? Oder sollte ich lieber in einen Fonds investieren?

Umfangreichere Schulungsangebote, ob live oder in Form von E-Learnings, sind besonders als Begleitung der ersten Investments sinnvoll. Neuinvestorinnen können so im Prozess Fragen beantwortet bekommen, die sich ergeben. Dazu gehören z. B. Aspekte der Bewertung, Verträge oder Fragen zum Cap Table. Über diese Schulungsangebote wiederum bauen die Teilnehmerinnen zudem ein Netzwerk mit anderen Investorinnen in einer ähnlichen Phase auf.

Auch spezielle Mentoring-Programme, in denen erfahrene Investorinnen ihr Wissen an Neuinvestorinnen weitergeben, sind sinnvoll.

**4** Die beste Möglichkeit, Kapital, Wissen und Zeit zu hebeln, sind **gemeinsame Investments**. Fondsinvestments sind oft ein guter Einstieg für Neuinvestorinnen, da sie das Anlagerisiko streuen und von einem erfahrenen Team gemanagt werden. Das setzt aber voraus, dass sich Frauen von der Investment-

strategie des Fonds angesprochen fühlen – und das ist oft nicht der Fall. Frühphasenfonds mit einem weiblichen oder diversen Managementteam, die sich ggf. auch auf female-(co)founded Start-ups spezialisieren und sich in der Investorenansprache gezielt an Frauen richten, sollten daher besonders gefördert werden. Sie sind ein wichtiger Multiplikator und Türöffner für viele.

Aber auch kooperative Direktinvestments, sogenannte „Club-Deals“, sollten gefördert werden. Neuinvestorinnen können in diesen Strukturen von vertrauenswürdigen und erfahrenen Leadinvestor:innen lernen und sich zu Beginn auch mit kleineren Investitionssummen beteiligen. Aber auch erfahrenere Investorinnen, die häufig selbst nur wenig Zeit für eine intensive Due Diligence haben, schätzen den Austausch mit vertrauenswürdigen Co-Investor:innen und können über Club-Deals ihre Firepower und damit ihre Wirkung ausdehnen.

# Literaturverzeichnis

- Amatucci, Frances M. (2018). „Women business angel: theory and practice“. *Handbook of Business Angel Research*, Hrsg. Landström, Hans, und Colin Mason. Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, GB, 92–111.
- Becker-Blease, John R., und Jeffrey E. Sohl (2007). „Do women-owned businesses have equal access to angel capital?“ *Journal of Business Venturing* (22) 4. 503–521.
- Becker-Blease, John R., und Jeffrey E. Sohl (2008). *Confidence and Angel Investors: Does Gender Matter?* Babson College Entrepreneurship Research Conference (BCERC) 2008, Frontiers of Entrepreneurship Research.
- Berchicci, Luca, Jörn Hendrich Block und Philipp Sandner (2011). *The Influence of Geographical Proximity and Industry Similarity in a Business Angel's Investment Choice*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1964618> (Download 01.08.2023).
- BMWK (Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz) (2022). *Start-up-Strategie der Bundesregierung*. <https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Publikationen/Existenzgruendung/start-up-strategie-der-bundesregierung.pdf> (Download 01.08.2023).
- Business Angel Report 2023*. <https://www.addedval.io/business-angel-report-2023/> (Download 01.08.2023).
- Croce, Annalisa, Elisa Ughetto und Marc Cowling (2020). „Investment Motivations and UK Business Angels' Appetite for Risk Taking: The Moderating Role of Experience“. *British Journal of Management* (31) 4. 728–751.
- Evans, Michael, und Edward Hudson (2005). „A review of research into venture capitalists' decision making: implications for entrepreneurs, venture capitalists and researchers“. *Journal of Economic and Social Policy* (10) 1, 45–63.
- Gompers, Paul, und Silpa Kovvali (2018). „The Other Diversity Dividend“. *Harvard Business Review*, July–August 2018 (auch online unter <https://hbr.org/2018/07/the-other-diversity-dividend>, Download 01.08.2023).
- Harrison, Richard T., Colin Mason und Paul Robson (2010). „Determinants of long-distance investing by business angels in the UK“. *Entrepreneurship & Regional Development* (22) 2, 113–137.
- Harrison, Richard T., Colin Mason und Donald Smith (2015). „Heuristics, learning and the business angel investment decision-making process“. *Entrepreneurship & Regional Development* (27) 10, 527–554.
- Hirschfeld, Alexander, Jannis Gilde und Vanusch Walk (2022). *Female Founders Monitor 2022*. <https://startupverband.de/research/ffm/> (Download 01.08.2023).
- Hsu, Dan K., J. Michael Haynie, Sharon A. Simmons und Alexander McKelvie (2014). „What matters, matters differently: a conjoint analysis of the decision policies of angel and venture capital investors“. *Venture Capital – An International Journal of Entrepreneurial Finance* (16) 1, 1–25.
- KfW Research (2022). *Female Entrepreneurship: Mobilisierung von Gründerinnen ist eine wirtschaftliche Chance und gesellschaftliche Aufgabe*. <https://www.kfw.de/Über-die-KfW/KfW-Research/Female-Entrepreneurship.html> (Download 01.08.2023).
- Kollmann, Tobias, Christina Strauß, Anna Pröpper, Caroline Faasen, Alexander Hirschfeld, Jannis Gilde und Vanusch Walk (2022). *Deutscher Startup Monitor 2022*. <https://deutscherstartupmonitor.de> (Download 01.08.2023).
- Kuckartz, Udo, und Stefan Rädiker (2022). *Qualitative Inhaltsanalyse. Methoden, Praxis, Computerunterstützung*, 5. Auflage. Beltz Juventa, Weinheim.

- Mason, Colin (2018). „Researching in business angels: definitional and data challenges“. *Handbook of Business Angel Research*, Hrsg. Landström, Hans, und Colin Mason. Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, GB, 25–52.
- Mason, Colin M., und Richard T. Harrison (2000). „The Size of the Informal Venture Capital Market in the United Kingdom“. *Small Business Economics* (15), 137–148.
- Maxwell, Andrew (2018). „Investment decision-making by business angels“. *Handbook of Business Angel Research*, Hrsg. Landström, Hans, und Colin Mason. Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, GB, 115–146.
- Morgan Stanley (2019). *Beyond the VC Funding Gap*. <https://www.morganstanley.com/ideas/venture-capital-funding-gap> (Download 01.08.2023).
- o. V. (2017): *BAF Business Angel Funding: Understanding the Nature and Impact of the business angels in Funding Research and Innovation. A study funded by the European Commission*. [https://www.business-angels.de/wp-content/uploads/2017/12/Final-Report\\_Understanding-the-Nature-and-Impact-of-the-business-angels-in-Funding-Research-and-Innovation\\_FV\\_Formatted\\_Revised1.12.2017.pdf](https://www.business-angels.de/wp-content/uploads/2017/12/Final-Report_Understanding-the-Nature-and-Impact-of-the-business-angels-in-Funding-Research-and-Innovation_FV_Formatted_Revised1.12.2017.pdf) (Download 01.08.2023).
- o. V. (2023) *How Women (and Men) invest in startups*. <https://www.howwomeninvest.com/> (Download 01.08.2023).
- PitchBook (2023). *European VC female founders dashboard*. <https://pitchbook.com/news/articles/the-european-vc-female-founders-dashboard> (Download 03.07.2023).
- Politis, Diamanto, und Hans Landström (2002). „Informal investors as entrepreneurs – the development of an entrepreneurial career“. *Venture Capital – An International Journal of Entrepreneurial Finance* (4) 2, 78–101.
- Sohl, Jeffrey E., und Laura Hill (2007). „Women business angels: Insights from angel groups“. *Venture Capital – An International Journal of Entrepreneurial Finance* (9) 3, 207–222.
- Sørheim, Roger (2005). „Business Angels as Facilitators for Further Finance: An Exploratory Study“. *Journal of Small Business and Enterprise Development* (12), 178–191.
- Sørheim, Roger, und Tiago Botelho (2018). „Categorisation of business angels: an overview“. *Handbook of Business Angel Research*, Hrsg. Landström, Hans, und Colin Mason. Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, GB, 76–91.
- Sullivan, Mary K. (1990). *Segmenting the Informal Investment Market: A Benefit-based Typology of Informal Investors*, Dissertation, The University of Tennessee, Knoxville, USA.
- Sullivan, Mary K., und Alex Miller (1996). „Segmenting the informal venture capital market: Economic, hedonistic, and altruistic investors“. *Journal of Business Research* (36) 1, 25–35.
- Van Osnabrugge, Marc, und Robert J. Robinson (2000). *Angel investing: matching startup funds with startup companies: the guide for entrepreneurs, individual investors, and venture capitalists*, Jossey-Bass, San Francisco, USA.
- Vasić, Dina, und Alenka Slavec Gomezel (2022). „What Do We Know about Business Angels' Decision Making Research Development? A Document Co-Citation Analysis“. *Economic and Business Review* (24) 1, 19–35.

## Autorinnen



**Prof. Dr. Heike Marita Hölzner** ist Professorin für Entrepreneurship an der HTW Berlin. Zuvor war sie in der Beratung und im Fin-Tech-Umfeld tätig und hat selbst zwei Unternehmen gegründet. Ihre Erfahrungen gibt sie heute als Co-Vorsitzende von encourageventures e. V. und wissenschaftliche Leiterin der Sirius Minds GmbH an Startups weiter. In der Forschung beschäftigt sich Prof. Hölzner mit Deep Tech, Entrepreneurship Education sowie Entrepreneurial Finance. Sie ist zudem selbst als Investorin aktiv.



**Dr. Heike Wemhoff** ist Co-Geschäftsführerin von encourageventures e. V. und dort u. a. für das Investor:innen-Programm verantwortlich, zu dem die Akademie und verschiedene Präsenzformate zählen. Sie ist promovierte Volkswirtin und hat in ihrer Karriere den Fokus auf kreislaufwirtschaftliche Prozesse gelegt. Zuletzt war sie geschäftsführende Gesellschafterin eines Importgroßhandels für NE-Metalle. 2020 hat sie sich aus dem operativen Geschäft zurückgezogen, übernimmt jedoch weiter Berichtspflichten.



**Vanessa Fischer, MBA,** ist Co-Geschäftsführerin von encourageventures e. V. und dort u. a. verantwortlich für die Startup-Akademie, das Mentoring-Programm sowie die Pitch Nights. Sie hat ihre Karriere im Investment Banking gestartet und Erfahrungen im Private Equity und im Corporate Venture Capital. Während ihres MBAs hat Vanessa Fischer ihr erstes eigenes Unternehmen „UpXcale“ gegründet, welches Startups in den Bereichen Finanzplanung, Fundraising und Business Development unterstützt.

## Weitere Publikationen



**Innovative Start-ups in der Initialphase fördern**  
Innovation for Transformation –  
Ergebnispapier 4  
Bertelsmann Stiftung (Hrsg.)

Start-ups sind Trendsetter des Wandels und brauchen gute Voraussetzungen für Gründung und Wachstum – gerade im Hightech-Bereich und mit Blick auf gesellschaftlich relevante Geschäftsideen. Die Studie stellt Beispiele für die Förderung von Start-ups u. a. aus Großbritannien, Israel und der Schweiz vor und analysiert, was sich von diesen Beispielen für den deutschen und europäischen Kontext lernen lässt. Besonders im Fokus steht die Initialphase des Gründungsprozesses, wenn die grundlegenden Weichenstellungen für eine Gründung vorgenommen werden.



**Youth (Impact) Entrepreneurship in Deutschland**  
Was junge Menschen an einer (nachhaltigen) Gründung hindert und was sie fördern würde  
Bertelsmann Stiftung (Hrsg.)  
Jens Schüler, Nima Esmaili Konari, Eva Jakob, Matthias Baum, Marc Wolinda

Die nächste Generation junger Unternehmer:innen kann entscheidende Impulse für die nachhaltige Transformation der Wirtschaft geben. Denn in Deutschland lässt sich rund ein Viertel der unternehmerischen Aktivitäten auf junge Unternehmer:innen – sogenannten Youth Entrepreneurs – zurückführen. Im internationalen Vergleich bewegt sich die Bundesrepublik dabei jedoch nur im Mittelfeld. Die Studie beleuchtet, was junge Menschen an einer (nachhaltigen) Gründung hindert und was sie fördern würde.



## Innovative Gründer:innen mit Migrationserfahrung in Deutschland

Bertelsmann Stiftung (Hrsg.)  
Susann Schäfer

Innovative Gründungen sind eine wichtige Säule einer dynamischen Wirtschaft. Besonders Gründer:innen mit Migrationserfahrung bringen viele Qualitäten mit, um innovative Unternehmen aufzubauen. Dieses Potenzial kommt in Deutschland allerdings nur unzureichend zur Entfaltung, auch im internationalen Vergleich. Auf Basis statistischer Erhebungen und Interviews mit Gründer:innen und Gründungsberater:innen zeigt die Studie konkrete Handlungsempfehlungen zur Förderung von Gründer:innen mit Migrationserfahrung auf.



## Migrantisches Unternehmer:innentum in Deutschland

Vorschlag einer Differenzierung  
Bertelsmann Stiftung (Hrsg.)  
Alexandra David, Judith Terstriep,  
Kristina Stoewe, Alexander  
Ruthemeier, Maria Elo,  
Armando García Schmidt

Menschen mit Zuwanderungsgeschichte leisten wesentliche Beiträge zum Gründungsgeschehen in Deutschland. Doch wie steht es eigentlich um die Wahrnehmung des Phänomens „migrantischen“ Unternehmer:innentums? Was kann Wissenschaft beitragen zu einer differenzierten Wahrnehmung des wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Beitrags von Migrant:innen? Wo kann Politik ansetzen, um Potenziale zielgenau zu heben? Antworten bietet dieses Diskussionspapier.

**Bertelsmann Stiftung**

Carl-Bertelsmann-Straße 256

33311 Gütersloh

+49 5241 81-0

**Melanie Wodniok**

Programm Nachhaltige Soziale Marktwirtschaft

+49 5241 81-81293

melanie.wodniok@bertelsmann-stiftung.de

**[www.bertelsmann-stiftung.de/de/unsere-projekte/  
innovations-und-gruendungsdynamik-staerken](http://www.bertelsmann-stiftung.de/de/unsere-projekte/innovations-und-gruendungsdynamik-staerken)**