

WIFO

A-1103 WIEN, POSTFACH 91
TEL. 798 26 01 • FAX 798 93 86

 **ÖSTERREICHISCHES INSTITUT FÜR
WIRTSCHAFTSFORSCHUNG**

**DER ÖSTERREICHISCHE MARKT
FÜR PRIVATE EQUITY UND
VENTURE CAPITAL**

MICHAEL PENEDER, ROBERT WIESER

Juni 2002

DER ÖSTERREICHISCHE MARKT FÜR PRIVATE EQUITY UND VENTURE CAPITAL

MICHAEL PENEDER, ROBERT WIESER

Studie des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung im Auftrag der AVCO – Austrian Private Equity & Venture Capital Organisation mit maßgeblicher finanzieller Unterstützung des Bundesministeriums für Verkehr, Innovation und Technologie

Begutachtung: Thomas Url

Wissenschaftliche Assistenz: Eva Sokoll

Juni 2002

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	1
1. Einleitung	13
2. Theoretische Grundlagen	16
2.1 <i>Marktversagen durch Asymmetrische Information</i>	16
2.2 <i>Die Rolle von Private Equity im Finanzierungssystem</i>	18
3. Institutionelle und regulatorische Rahmenbedingungen	23
3.1 <i>Europäische Rahmenbedingungen für Private Equity</i>	23
3.2 <i>Österreichische Rahmenbedingungen für Private Equity</i>	28
4. Umfang und Struktur des österreichischen Private Equity-Marktes	33
4.1 <i>Kapitalangebot: Motive und Strukturen</i>	34
4.2 <i>Beteiligungsgesellschaften: Größe, Struktur und Bewertungsmethoden</i>	42
4.3 <i>Kapitalverwendung: Struktur und Umfang der Investitionen</i>	50
5. Fazit	66
Literaturhinweise	68

EXECUTIVE SUMMARY

Die Rolle von Private Equity im Finanzierungssystem

Die Bedeutung der Kapitalmärkte zur Finanzierung von Innovation und unternehmerischer Aktivität wurde bereits von Schumpeter (1911) als zentraler Bestandteil der Entwicklungsfähigkeit einer Wirtschaft hervorgehoben. Ihre Aufgabe besteht in der systematischen, auf möglichst große Rentabilität gerichteten Selektion von Projekten bei der Zuteilung von Finanzmitteln. Da diese Selektion von Erwartungen über zukünftige Entwicklungen abhängt, sind Finanzierungsentscheidungen immer mit Unsicherheit behaftet. Für die Risikokapitalmärkte bedeutet das Problem der Unsicherheit, dass potenzielle Kapitalgeber nur schwer zuverlässige Informationen über die Geschäftsaussichten eines KMU oder eines neu gegründeten Unternehmens erhalten. Wegen der hohen Kosten für die Bewertung der Investition und anderer Transaktionskosten sind bei großer Unsicherheit kleine Projekte für Investoren wenig attraktiv. Zusätzlich entsteht Marktversagen dann, wenn relevante Informationen zwischen den Marktteilnehmern ungleich verteilt sind. Eine potentiell ertragreiche Beteiligung scheidet oft daran, dass die Kapitalgeber innovative Projekte hinsichtlich des Ertragsrisikos nicht einordnen können oder deren Bewertung unverhältnismäßige Kosten verursacht.

Private Equity (PE) wird dann nachgefragt, wenn durch die geplante Neugründung, Expansion oder Umstrukturierung eines Unternehmens ein besonderer Kapitalbedarf entsteht und die Finanzierung über die traditionellen Kapitalmärkte (z.B. aufgrund des besonderen Risikoprofils) nicht möglich ist. Der Begriff *Venture Capital* bezeichnet eine spezielle Form von Private Equity, das in Gründungs- und Wachstumsphasen der Unternehmen eingesetzt wird, wo die charakteristische Kombination von hohem Risiko mit großem Wertsteigerungspotential am stärksten ausgeprägt ist. Daneben wird Private Equity aber auch für MBOs, MBIs und ähnliche, in späteren Entwicklungsphasen eintretende Restrukturierungsanlässe eingesetzt. Aus der Sicht der Finanzierungstheorie stellt Private Equity eine besondere Form von Eigenkapital dar. Es trägt Konkurs-, Liquiditäts- und Konjunkturrisiken und steht als Haftungsgrundlage zur Verfügung. Drei Besonderheiten unterscheiden es jedoch von anderen Formen des Eigenkapitals: Die Beteiligung ist von beschränkter Dauer, sie ist oftmals auf Minderheitsbeteiligungen begrenzt und es werden typischerweise keine Ausschüttungen während der Dauer der Beteiligung erwartet. Das heißt die Rendite für den Kapitalgeber hängt einzig von der beim Exit realisierten Wertsteigerung der Unternehmensbeteiligung ab.

Institutionelle Rahmenbedingungen

Der Europäische Regulierungs- und Förderrahmen

Im April 1998 richtete die Europäische Kommission eine Mitteilung an den Rat und das Europäische Parlament mit der Kernaussage, dass effiziente und stärker integrierte europäische Risikokapitalmärkte eine wesentliche Voraussetzung für die erfolgreiche Schaffung von Arbeitsplätzen in Europa sind. In der Folge wurde im März 2000 vom Europäischen Rat in Lissabon die *Risikokapitalförderung* zu einem allgemein Ziel der Gemeinschaft erklärt. Im Zentrum ihrer Bemühungen steht die Entwicklung eines integrierten, europaweiten Risikokapitalmarktes. Zur Erreichung dieses Zieles hat die Kommission einen Risikokapital-Aktionsplan (RCAP) und einen Aktionsplan für Finanzdienstleistungen vorgelegt. Die Maßnahmen der EU richten sich auf die Harmonisierung der rechtlichen Rahmenbedingungen innerhalb der Union; die Regelung steuerlicher Anreize und direkter Förderungen; sowie eigenständige europäische Initiativen.

- Im Bereich der grenzübergreifenden Unternehmensfinanzierung wurden die Zulassung von wachstumsintensiven KMU zu spezialisierten Aktienmärkten und europaweite IPOs erleichtert. Außerdem wurde das Spektrum der finanziellen Anlagen, in welche Investmentfonds investieren dürfen, erweitert und die „einmalige Zulassung“, aufgrund welcher die Fonds gemeinschaftsweit tätig sein können, eingeführt. Beratungen zur zusätzlichen Altersversorgung sind im Rat noch in Gange. Es ist vorgesehen, in allen Mitgliedsstaaten die Möglichkeit zu schaffen, Risikokapital über Pensionsfonds aufzubringen. Weitere wichtige Maßnahmen betreffen die Reform des Insolvenz- und Konkursrechts und die Reform des Patentschutzsystems (Gemeinschaftspatent).
- Voraussetzung für eine beihilfenrechtliche Anerkennung von Fördermaßnahmen für Risikokapital ist die Vereinbarkeit mit dem gemeinsamen Markt. Der Einsatz öffentlicher Mittel muss daher „auf Fälle von klarem Marktversagen“ beschränkt sein. Insbesondere wird bei der Prüfung auf die Gefahr von Wettbewerbsverzerrungen, Mitnahmeeffekten und Verdrängungseffekten zu Lasten privater Kapitalgeber Bedacht genommen. Wenn Marktversagen vorliegt, dann sollten als weitere Voraussetzungen eine weitgehende Beschränkung der Beteiligungen auf Klein(st)unternehmen und mittelgroße Unternehmen in ihrer Anlauf- oder in anderen Frühentwicklungsphasen, gewinnorientierte Veranlagungsentscheidungen, Bereitstellung von Eigenkapital oder

Quasi-Eigenkapital, sowie keine Kumulierungen von Beihilfemaßnahmen für einzelne Unternehmen erfüllt sein. Die Mitgliedstaaten können aber frei entscheiden, in welcher Form sie genehmigungsfähige Beihilfen vergeben. Unter anderem kommen die Errichtung von Investmentfonds in Betracht, an denen der Staat als Kapitalgeber beteiligt ist. Darüber hinaus sind auch Zuschüsse an Wagniskapitalfonds zur teilweisen Deckung der Verwaltungs- und Managementkosten, Garantien und steuerliche Anreize für Risikokapitalgeber sowie sonstige Finanzinstrumente vorstellbar, die Anreize für die Beteiligung marktwirtschaftlich handelnder Kapitalgeber bieten.

- Schließlich ergreift die EU selbst Initiativen zur Förderung von Risikokapital. So wurde im Rahmen der Reform der Europäischen Investitionsbank (EIB) im Jahr 2000 dem Europäischen Investitionsfonds (EIF) die Kontrolle über alle Wagniskapitaloperationen der EIB-Gruppe übertragen. Der Europäische Investitionsfonds, der vorrangig in „Frühphasen“-Fonds investiert, verfügt für die nächsten Jahre über eine Investitionskapazität von jährlich 800 Mio. €. Auch die Hebelwirkung der Strukturfondsmittel soll durch einen verstärkten Rückgriff auf private Finanzierungsquellen (insbesondere Risikokapital und Public Private Partnerships) und eine Neuorientierung von Gemeinschaftsmitteln u.a. in Richtung neu gegründeter Unternehmen und innovative Entwicklungen verstärkt werden.

Österreichische Rahmenbedingungen

Der wirtschaftspolitische Handlungsspielraum für unterstützende Maßnahmen zur Weiterentwicklung der PE-Märkte wird im wesentlichen von den Richtlinien und Regeln der Europäischen Union festgelegt. Nationalen und regionalen Initiativen kommt die Aufgabe zu, diesen Handlungsspielraum so zu nutzen, dass die Maßnahmen möglichst gut auf die besonderen Bedürfnisse abgestimmt und in die jeweiligen Förder- und Regulierungssysteme eingepasst werden. Bereits seit Ende der achtziger Jahre gibt es in Österreich Initiativen zur Förderung von Risikokapital, insbesondere für technologieintensive Unternehmen, die sich von organisatorischen Maßnahmen im Bereich der Beteiligungsgesellschaften und der Börsen bis hin zu finanziellen Anreizmechanismen durch spezielle Garantie- und Förderungsinstrumente erstrecken.

Eine zentrale organisatorische Maßnahme zur Stimulierung des österreichischen Risikokapitalmarktes war die Schaffung der Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft (MFG) im

Wege der Steuerreform 1994, mit dem Ziel, durch steuerliche Anreize Eigenkapitalinvestitionen in die österreichische Wirtschaft zu fördern. Die Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft (MFG) ist heute die am häufigsten anzutreffende privatrechtliche Organisationsform für PE-Gesellschaften in Österreich. Weitere, auch für den Risikokapitalmarkt relevante Maßnahmen waren die Anbindung an die deutschen Börsen mit der Einführung von XETRA, die organisatorische Zusammenführung unterschiedlicher Bereiche der Finanzmarktaufsicht, die Installierung von Liquiditätsanbietern (Market-Maker und Specialists) zur Betreuung der an der Wiener Börse notierten Unternehmen sowie die Gründung der i²-Börse für „Business Angels“ durch die Innovationsagentur. Ein wichtiger Schritt war die Liberalisierung der Veranlagungsbestimmungen für Pensionskassen im Jahr 2001, wodurch erstmals PE-Beteiligungen für österreichische Pensionskassen ermöglicht wurden.

Im Bereich der finanziellen Anreize sind die Aktivitäten der Finanzierungsgarantiegesellschaft (FGG), der BÜRGES, des ERP-Fonds und des Seedfinancing Programms der Innovationsagentur anzuführen. Zusätzlich gibt es seit einigen Jahren auch in den Bundesländern verschiedene Programme der Eigenkapitalförderung. In den bestehenden Programmen wird Risikokapital in erster Linie über die Vergabe von Eigenkapitalgarantien und die Vergabe von Mezzanindarlehen gefördert. Insgesamt ist die Förderlandschaft bereits stark ausdifferenziert.

Umfang und Struktur des österreichischen Marktes

Die vorliegenden Daten beruhen auf einer im Frühjahr 2002 durchgeführten Erhebung der Austrian Private Equity & Venture Capital Organisation (AVCO) mit dem Österreichischen Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO) in Abstimmung mit Pricewaterhouse Coopers und EVCA. Die Erhebung beruht auf der freiwilligen Teilnahme der Befragten und ist daher nicht vollständig. Durch das unmittelbare Engagement der AVCO als neu gegründeter Interessensvertretung konnte aber ein guter Rücklauf von knapp 77%, das sind 33 in Österreich tätige PE-Gesellschaften, erzielt werden. Nach Auskunft der AVCO wurden die großen Beteiligungsgesellschaften fast ausnahmslos erfasst, sodass die tatsächliche Abdeckung des Marktvolumens wesentlich größer ist.

Marktvolumen

Österreich ist in der Entwicklung der Private Equity-Märkte ein Nachzügler. Mit einem Anteil der PE-Investitionen von 0,080% des BIP war es im Jahr 2000 das Schlusslicht aller EU-Staaten. Im Jahr 2001 ist dieser Anteil im Sog des schwierigen Beteiligungsumfelds weiter auf 0,075% gesunken. Da der Rückgang in den meisten europäischen Ländern stärker ausgeprägt ist, hat sich die relative Position im internationalen Vergleich voraussichtlich etwas verbessert. Obwohl der geringere Rückgang z.T. auf der gegenüber den Vorjahren verbesserten Erfassung der PE-Aktivitäten zurückzuführen ist, weisen die Daten auf eine im internationalen Vergleich stabilere Entwicklung des kleinen österreichischen Marktes hin.

Das Jahr 2001 war gekennzeichnet durch eine schwierige Phase an den internationalen Aktienbörsen, die sich auch auf den PE-Markt ausgewirkt hat. Von den in Österreich tätigen Beteiligungsgesellschaften wurden in diesem Jahr 157 Mio. € investiert. Wenn man nur jene Unternehmen berücksichtigt, für die sowohl für das Jahr 2000 als auch für 2001 verlässliche Informationen vorliegen, so beträgt der Rückgang der PE-Investitionen im Median 18%. Die neu zugeführten Finanzmittel sind im Vergleich dazu deutlich stärker zurückgegangen. Mit rund 138 Mio. € blieb das Volumen des aufgebrachten Kapitals weit unter jenem im bisherigen Spitzenjahr 2000 von 235 Mio. €. Im Gegensatz zu den Vorjahren, die durch einen entwicklungsbedingten Überhang im Kapitalangebot gekennzeichnet waren, wurde 2001 mehr an PE-Kapital investiert als neue Finanzmittel den Beteiligungsgesellschaften zugeführt wurden. Dennoch liegt keine Knappheit im Kapitalangebot vor. Von den gemeldeten, Ende 2001 von den Beteiligungsgesellschaften insgesamt verwalteten Mitteln wurden nur rund 44% bereits investiert.

Obwohl die investierten Beträge insgesamt gesunken sind, ist die Anzahl der gemeldeten Beteiligungen von 118 im Jahr zuvor (EVCA Yearbook 2001) auf 173 angestiegen, wobei sowohl bei reinen Nachfolgeinvestitionen als auch bei den gemeldeten neuen, erstmalig finanzierten Beteiligungen ein Anstieg zu verzeichnen ist. Das daraus folgende geringere durchschnittliche Investitionsvolumen je Beteiligung zeigt die zunehmende Vorsicht im Investitionsverhalten. Das kann z.B. dazu führen, dass Beteiligungen häufiger auf mehrere Investitionsrunden in unterschiedlichen Jahren und mit zwischenzeitlicher Überprüfung der Unternehmensentwicklung aufgeteilt werden (staging).

Unter Berücksichtigung der gegenüber dem Vorjahr verbesserten Erfassung der PE-Aktivitäten, kann man aus den erhobenen Daten den Schluss ziehen, dass sich das schwache Beteiligungsumfeld im Jahr 2001 negativ auf die Mittelzuflüsse und die durchschnittliche Höhe der Investitionen ausgewirkt hat, während sich die Anzahl der Beteiligungen zumindest stabil entwickelte.

Marktstrukturen

Exitkanäle

Exit-Überlegungen spielen bereits im Vorfeld des Beteiligungserwerbes eine sehr wichtige Rolle. In Summe gingen die Beträge aus den Exits gegenüber dem Jahr 2000 von 53,4 Mio. € auf 33,3 Mio. € zurück. Sie lagen aber noch deutlich über den Beträgen aus dem Jahr 1999. IPOs sind im österreichischen Markt noch eine relativ seltene Erscheinung. Im Jahr 2001 gab es überhaupt keinen Exit über eine Erstemission und nur einen durch einen späteren Aktienverkauf. Der Hauptgrund liegt in dem getrübten Börsenklima des vergangenen Jahres. Die gemessen an den investierten Beträgen bedeutendsten Exit-Kanäle waren 2001 die Rückzahlung von Gesellschafterdarlehen (34,6%) und Trade Sales (22,4%). Die Anzahl der Trade Sales hat sich gegenüber den beiden vorangegangenen Jahren verdoppelt. Die Beträge waren allerdings in Summe kleiner als im Jahr zuvor. Abschreibungen nahmen mit 27,2% einen großen Anteil ein.

Die Kapitalgeber

Die Struktur des Kapitalangebots zeigt alle Anzeichen eines noch jungen, sich aber entwickelnden Marktes. Mit rund 60% der im Jahre 2001 bereitgestellten Mittel sind Banken weiterhin die dominierende Finanzierungsquelle. Ihr Anteil ist gegenüber dem Jahr 2000 (48%) gestiegen, liegt allerdings deutlich unter dem Wert von 1997 (83%). Für Gesamteuropa lässt sich langfristig ein deutlicher Trend rückläufiger Bankenanteile beobachten. Im Lebenszyklus der kontinentaleuropäischen Risikokapitalmärkte kommt den Banken in der Startphase offenbar eine initiierende und möglicherweise stabilisierende Rolle zu, während im weiteren Verlauf zunehmend andere institutionelle Investoren das Wachstum stimulieren. In dieser Beziehung nimmt auch der *öffentliche Sektor* eine ähnliche Rolle als Investor ein. Solange der Markt unterentwickelt ist, tragen öffentliche Kapitalgeber

dazu bei, dass die Entwicklung des Marktes in Gang gesetzt wird. Im Jahr 2001 beträgt der Anteil in Österreich ca. 8% gegenüber 6% in Europa.

Unter den institutionellen Investoren kommen vor allem Versicherungen und Pensionsfonds wegen ihrem vergleichsweise längeren Investitionshorizont als PE-Anleger in Betracht. Die *Versicherungen* haben ihren Anteil am österreichischen PE-Markt in den letzten drei Jahren trotz der turbulenten Marktentwicklungen weitgehend konstant gehalten. Sie stellen mit 9% im Jahr 2001 die zweitwichtigste Finanzierungsquelle dar. *Pensionsfonds*, *Investmentfonds* und *Corporate Investors* haben im Jahr 2001 keine Mittel bereitgestellt. Als nennenswerte Kapitalquellen treten außerdem Private Einzelinvestoren (5%) sowie Fund of funds (5%) in Erscheinung. Der Anteil der Kapitalgewinne, Dividenden und Zinsleistungen an der gesamten Kapitalaufbringung beträgt lediglich 6,5%; er liegt aber deutlich über den Werten der Vorjahre, was ebenfalls dem frühen Entwicklungsstadium des Marktes entspricht.

Die Beteiligungsgesellschaften

Die nähere Charakterisierung der Beteiligungsgesellschaften als Intermediäre zwischen Kapitalgeber und kapitalsuchenden Unternehmen lässt sich in folgenden Punkten zusammenfassen:

- Die Managementausstattung der in Österreich tätigen Beteiligungsgesellschaften ist gering. Im Durchschnitt sind in Vollzeitäquivalenten gerechnet 3,3 Fondsmanager und 2,7 weitere Personen beschäftigt. Im Median beträgt das Verhältnis 3 Fondsmanager zu 2 sonstige Angestellte. Zum Vergleich: Im höher entwickelten französischen Markt beträgt die durchschnittliche Anzahl der Fondsmanager 8, wobei der Median bei 5 Personen liegt.
- Im Durchschnitt betreute eine Gesellschaft knapp 16 Unternehmen, der Median der betreuten Unternehmen betrug allerdings nur 7, d.h. wenigen großen stehen viele noch sehr kleine Gesellschaften gegenüber. Deutsche und französische Gesellschaften betreuen im Durchschnitt wesentlich mehr Unternehmen (39 bzw. 52), die Mediane liegen bei 17 (Deutschland) und 27 (Frankreich).
- 57% der Anträge von ansuchenden Unternehmen wurden ohne Gespräche abgelehnt, weitere 32% nach ersten Vorgesprächen. Nur 7% der Ablehnungen erfolgte nach der

Due-Diligence-Prüfung. Der Anteil der finanzierten Unternehmen an der Gesamtzahl der ansuchenden Unternehmen beträgt im Durchschnitt 4%; der Median der Antworten liegt bei 3%.

- Knapp die Hälfte der neu investierten Mittel wurde syndiziert, davon 65% mit inländischen Partnern. Gemessen an der Zahl der Beteiligungen wurden nur 42% syndiziert. Im Vergleich zum Gesamtbestand an Beteiligungen sind die Syndizierungen bei Neuinvestitionen im Jahr 2001 etwas zurückgegangen.
- Netzwerkbildung, finanzwirtschaftliche Unterstützung und strategische betriebswirtschaftliche Unterstützung sind mit Abstand die wichtigsten Dienstleistungen, die den Portfoliounternehmen von den Beteiligungsgesellschaften angeboten werden. Von mittlerer Bedeutung sind Krisenmanagement, Förderberatung und die Unterstützung bei Internationalisierungen. Am wenigsten behilflich sind sie mit operativ betriebswirtschaftlicher Unterstützung und bei der Personalrekrutierung.

Finanzierungsinstrumente

Direkte Beteiligungen sind die elementare Finanzierungsform von PE-Investitionen. Im Jahr 2001 ist ihr Anteil gegenüber dem Gesamtbestand an noch nicht realisierten Investitionen von 66 % auf 75 % angestiegen. Daneben setzen die Beteiligungsgesellschaften aber auch ein differenziertes Set ergänzender Finanzierungsinstrumente ein, die jeweils eine bessere Abstimmung auf besondere Bedürfnisse der Kapitalgeber bzw. der kapitalsuchenden Unternehmen erlauben. Stille Beteiligungen (11 %) und Mezzanindarlehen (4 %) werden v.a. von öffentlichen Kapitalgebern genutzt, die damit Eigenkapital bzw. eigenkapitalähnliche Finanzierungen ohne Einflussnahme auf unternehmerische Entscheidungen anbieten können. Gesellschafterdarlehen (10 %) werden mitunter als Ergänzung zur Eigenkapitalfinanzierung eingesetzt (v.a. bei MBOs und MBIs oder kurzfristigen Liquiditätsengpässen) und sind oft mit einem späteren Wandlungsrecht versehen.

Die Portfoliounternehmen

Die PE-Finanzierung ist in Österreich sehr auf Unternehmen in der Expansionsphase konzentriert. Das Median-Alter der Portfoliounternehmen in dieser Entwicklungsphase

beträgt 8 Jahre. Auf sie entfallen 59% der neu investierten Beträge. 24% der Investitionen entfallen auf Unternehmen in der Start-up Phase mit einem Median-Alter von 2 Jahren. Die Seedfinanzierung betrifft mit 2% der Investitionen rund 5% der Portfoliounternehmen. Der Anteil der Seedphase entspricht in etwa dem europäischen Durchschnitt, während der Start-up- und v.a. der Expansionsfinanzierung in Österreich ein relativ größeres Gewicht zukommt. Der wichtigste Unterschied in Österreich besteht in dem weit geringeren Ausmaß von MBOs, MBIs und sonstiger Finanzierungen in späteren Entwicklungsphasen. Auf sie entfällt im europäischen Durchschnitt rund die Hälfte des investierten Kapitals; in Österreich sind es aber nur 15%.

Hinsichtlich Größe der Portfoliounternehmen und sektoraler Spezialisierung sind die Investitionen durch folgende Merkmale charakterisiert:

- Private Equity kommt in Österreich vorwiegend in kleinen und mittelgroßen Unternehmen zum Einsatz. 35% aller Portfolio-Unternehmen haben weniger als 20 Beschäftigte, 48% sind in der Größenklasse von 20 bis 99 Beschäftigte. Gesellschaften, die im öffentlichen Einflussbereich stehen, engagieren sich fast ausschließlich in kleineren Unternehmen.
- Von den befragten Managern werden rund 60% der finanzierten Unternehmen als „High-tech“ eingeschätzt. Die Bereiche „Kommunikation“, „Computer und verwandte Branchen“ sowie „industrielle Produkte und Dienstleistungen“ sind die wichtigsten Zielsektoren. Vor allem in den computerbezogenen Branchen, liegt der Anteil bei den Neuinvestitionen mit 28% deutlich über dem europäischen Vergleichswert (von knapp 14% für das Halbjahr). In der Biotechnologie entspricht der Anteil an den investierten Beträgen dem europäischen Mittel, während v.a. die Anteile der Konsumgüterbranchen wesentlich kleiner sind.

Innerhalb Österreichs kann Wien rund ein Drittel der Investitionen auf sich ziehen und ist mit Abstand der größte Nutznießer des PE-Angebots. Gemessen an den Anteilen am realen Brutto-Inlandsprodukt (0,11%) liegt die Bundeshauptstadt ebenfalls voran. Daneben können aber auch Salzburg, Vorarlberg und die Steiermark überdurchschnittliche Investitionsanteile auf sich ziehen. Auffallend gering ist der Anteil von Tirol und Niederösterreich als Zielgebiete für PE-Investitionen.

Fazit

1. Im Verhältnis zum gesamten Finanzierungssystem ist Private Equity ein sehr kleines Segment, das jedoch genau an der kritischen Schnittstelle von Innovation, Finanzierung und Marktsteuerung angesiedelt ist. Private Equity ist daher ein wichtiges Instrument zur Beschleunigung des Strukturwandels in Österreich.
2. Trotz der Fortschritte in den letzten Jahren hat sich an der schlechten relativen Position des österreichischen Beteiligungsmarktes in Europa wenig verändert. Der Anteil der PE-Investitionen am BIP hat im Jahr 2001 nur 0,075% betragen. Die wesentlichen Ursachen sind angebotsseitig im traditionell kreditorientierten Finanzierungssystem und nachfrageseitig in den realwirtschaftlichen Strukturproblemen (insbesondere dem geringen Umfang der Hochtechnologisektoren) sehr tief verwurzelt. Ein Aufholen gegenüber führenden europäischen Ländern ist daher nur langfristig erzielbar.
3. Der österreichische Private Equity und Venture Capital Markt war 2001 vom schlechten Kapitalmarktumfeld betroffen, dürfte diese konjunkturbedingte Schwäche aber relativ gut überstehen. Die Zufuhr neuen Kapitals ist zwar deutlich zurückgegangen, trotzdem waren Ende 2001 aufgrund des Überhangs bei der Mittelaufbringung in den vorangehenden Jahren weniger als die Hälfte der verwalteten Fondsmittel bereits investiert. Der Rückgang der investierten Beträge war geringer als in Gesamteuropa und die Anzahl der erstmaligen Beteiligungen blieb stabil. Das schwache Kapitalmarktumfeld hat sich somit negativ auf das Kapitalangebot und die durchschnittliche Höhe der Beteiligungen ausgewirkt, aber nicht auf die Anzahl der finanzierten Unternehmen. Trotz der schwierigen Ausgangslage zeigen die Daten insgesamt das Bild eines jungen, sich aber entwickelnden Marktes.
4. Der Anteil der dominierenden Banken als Kapitalgeber ist sehr hoch, andere institutionelle Anleger – insbesondere Pensionsfonds – sind noch kaum als Investoren aufgetreten. Auch der Anteil des öffentlichen Sektors ist in Österreich derzeit noch überdurchschnittlich. Auf den entwickelteren Märkten in Europa war das Engagement von Pensionsfonds und Versicherungen in den letzten Jahren ausschlaggebend für eine hohe Kapitalzufuhr. Aufgrund der hohen Investitionsvolumina und der langfristig orientierten Anlagepolitik sind sie auch die idealen Partner für eine stabile Entwicklung auf der Angebotsseite. Die Liberalisierung der Veranlagungsbestimmungen war ein erster Schritt zu einem stärkeren Auftreten dieser Investorengruppe auch in Österreich. Für die Erreichung internationaler Standards sind weitere Anstrengungen notwendig.

5. Eine Schwäche des österreichischen PE-Marktes liegt in der Struktur der Beteiligungsgesellschaften selbst. Aufgrund des kleinen Marktes und der noch jungen Entwicklung sind sie relativ klein, Größenvorteile und Spezialisierungen können dadurch nicht ausgenutzt werden. Eine stärkere Internationalisierung der PE-Gesellschaften kann diese Größennachteile teilweise wettmachen. Anzustreben wäre auch eine Stärkung der Gesellschaften durch Maßnahmen im Bereich der Ausbildung der Fondsmanager.
6. Im Vergleich zum europäischen Durchschnitt zielt der österreichische Private Equity Markt stärker auf Start-up- und v.a. Expansionsfinanzierung ab, während MBOs, MBIs und andere Finanzierungsformen in späteren Entwicklungsphasen weit weniger Gewicht haben. Dieser Aspekt sollte auch in internationalen Vergleichen stärker berücksichtigt werden. Denn der österreichische PE-Markt trifft damit genauer in die von der „Finanzierungslücke“ betroffenen Phasen der Entwicklung junger Wachstumsunternehmen. Darauf weist auch der größere Anteil von KMUs an den investierten Beträgen hin.
7. Die Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft (MFG) ist die vorherrschende privatrechtliche Organisationsform für Beteiligungsgesellschaften bzw. -fonds. In ihr werden steuerliche Anreize mit Beschränkungen im Beteiligungsverhalten verbunden. Im Sinne der vom Gesetzgeber beabsichtigten Lenkungseffekte und im Hinblick auf die gegebenenfalls von der EU-Kommission zu beurteilende Beihilfenfähigkeit müssen diese auf ein möglichst großes Gewicht jener Geschäftstätigkeiten (KMU, Frühphasen- und Wachstumsfinanzierung) abzielen, die von Problemen des Marktversagens betroffen sind. Zur Stärkung des in Österreich noch wenig entwickelten Marktes für MBOs, MBIs und sonstige Finanzierungsanlässe sollte man alternative Rechtskonstruktionen wie die Kommanditgesellschaft (KG) auf ihre PE-Tauglichkeit überprüfen.
8. Der Anteil der Seedfinanzierung am Private Equity Markt ist in Österreich ebenso wie im europäischen Vergleich sehr klein. Gerade in diesem Bereich ist das Marktversagen aber am stärksten ausgeprägt und öffentliche Fördereinrichtungen werden deshalb weiterhin von Bedeutung bleiben. Allerdings sollten verstärkt Anreize für die Beteiligung von privaten Ko-Investoren geschaffen werden. Dadurch würde auch der Lückenschluss zwischen der Anschubfinanzierung durch die öffentlichen Förderinstitutionen und dem effektiven Einsatz von Private Equity über die Beteiligungsgesellschaften forciert.

1. Einleitung

Die Ursachen des Wachstumsvorsprungs der USA gegenüber Europa in den 90er Jahren werden v.a. in den höheren Investitionen in neue Technologien (insbesondere IKT), sowie der höheren Erwerbsquote, Arbeitsqualifikationen und Effizienz beim Einsatz der Produktionsfaktoren gesehen (OECD, 2001). Stabile politische und rechtliche Rahmenbedingungen und eine vernünftige Makropolitik bilden den Grundstein für eine umfassende Wachstumsstrategie. Als wesentliche mikroökonomische Faktoren sieht die OECD außerdem eine verstärkte Konzentration auf Innovation und Humankapital sowie die Stimulation von Unternehmensgründungen an. Das Finanzierungsumfeld spielt dabei eine entscheidende Rolle. So wird die besondere Fähigkeit der US-Unternehmen, technologische Möglichkeiten in wirtschaftlichen Erfolg umzuwandeln, allgemein auf das dynamische Zusammenspiel von technologischer Innovation, Unternehmertum und Risikokapital zurückgeführt (Steinbock, 2001).

In den letzten Jahren wurde in zahlreichen Studien die Wirkung von Risikokapitalfinanzierung auf Wachstum und Beschäftigung untersucht. Trotz methodischer und datenbedingter Probleme sind die Befunde überwiegend positiv. Eine aktuelle Paneluntersuchung bietet empirische Belege für einen positiven Einfluss von Venture Capital auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung der Beschäftigung (Belke – Fehn – Foster, 2002). Mehrere Untersuchungen auf Unternehmensebene weisen in die gleiche Richtung. Ein Vergleich von US-Unternehmen zwischen 1965 und 1992 hat gezeigt, dass jene mit Risikokapitalfinanzierung nicht nur mehr Patente entwickeln, sondern deren Patente auch einen höheren technologischen und ökonomischen Wert aufweisen (Kortum – Lerner, 1998). Eine weitere Studie belegt für den Zeitraum von 1991 bis 1995 für europäische risikokapitalfinanzierte Unternehmen ein höheres Wachstum, eine höhere F&E-Quote und mehr Beschäftigungswachstum als für die TOP-500 Unternehmen (EVCA, 1996). Für deutsche risikokapitalfinanzierte Unternehmen, die zwischen 1991 und 1998 gegründet wurden, berichtet Engel (2002) ein signifikant höheres Beschäftigungswachstum. Zu einer kritischen Beurteilung kommen hingegen Botazzi – Da Rin (2002), die relativ zu anderen Unternehmen nach Börseneinführung keinen positiven Einfluss der Risikokapitalfinanzierung feststellen können. Sie betonen gleichzeitig, dass ohne Risikokapitalfinanzierung viele Unternehmen den Sprung an die Börse nicht geschafft hätten.

Der Funktionsweise der Risikokapitalmärkte wird auch auf politischer Ebene zunehmend Aufmerksamkeit geschenkt. Im April 1998 richtete die Europäische Kommission eine Mitteilung an den Rat und das Europäische Parlament zum Thema *Risikokapital: Schlüssel zur Schaffung von Arbeitsplätzen in der EU*. Die Kernaussage der Mitteilung war, dass effizientere und stärker integrierte europäische Risikokapitalmärkte entlang der gesamten Unternehmensfinanzierungskette vom Anschub- und Startkapital bis hin zur Börseneinführung eine wesentliche Voraussetzung für die erfolgreiche Schaffung von Arbeitsplätzen in Europa sind. In der Folge wurde im März 2000 vom Europäischen Rat in Lissabon die *Risikokapitalförderung* zu einem allgemein Ziel der Gemeinschaft erklärt.

Unabhängig vom großen internationalen Interesse an der Entwicklung der Risikokapitalmärkte verdient dieses spezialisierte Segment der Wachstumsfinanzierung im Hinblick auf die Strukturprobleme der österreichischen Wirtschaft noch zusätzliche Beachtung. In der Entwicklung der Risikokapitalmärkte ist Österreich international ein Nachzügler. Mit einem Anteil von 0,080% des BIP war es im Jahr 2000 das Schlusslicht aller EU-Staaten (EVCA, 2001A). Neben dem traditionell unterentwickelten Kapitalmarkt (BCG, 2001) und der dominierenden Rolle des Bankkredits als bevorzugter Quelle externer Kapitalaufbringung hängt das auch mit der Tatsache zusammen, dass in Österreich die Produktionsstrukturen durch ein Übergewicht traditioneller, bestenfalls als mittlere Technologiesegmente klassifizierbarer Industriezweige geprägt sind.

In Österreichs traditionellem „Wachstumsmodell“, das im historischen Rückblick die Verantwortung für eine gute oder zumindest zufriedenstellende gesamtwirtschaftliche Entwicklung trägt, spielte die Risikokapitalfinanzierung keine Rolle. Peneder (2001A) verweist auf die Grenzen des traditionellen Entwicklungspfads und zeigt, dass ohne Beschleunigung des Strukturwandels Österreich langfristig mit Wachstumseinbußen rechnen muss. Peneder (2001B) argumentiert, dass eine dynamische, auf Strukturwandel und Wachstum ausgerichtete Standortpolitik sich an drei strategischen Aufgaben orientieren sollte: (i) einer beständigen Neuerung durch Innovation und Unternehmensgründungen; (ii) einem Zuwachs produktiver Ressourcen durch Kapitalinvestitionen und Ausbildung; sowie (iii) einer möglichst wettbewerbsorientierten Steuerung auf offenen Märkten. Leistungsstarken Risikokapitalmärkten kommt dabei eine besondere Bedeutung zu, weil sie nicht nur die Möglichkeit für einen gezielten

Lückenschluss im Finanzierungssystem bieten, sondern ihr größtes Potential genau an der Schnittstelle von Innovation, Kapitalinvestitionen und Marktsteuerung entfalten.

Die vorliegende Studie ist in drei Abschnitte gegliedert. Kapitel 2 fasst die theoretischen Grundlagen für Marktversagen auf Risikokapitalmärkten und dem daraus folgenden Problem der Kapitallücke zusammen. Kapitel 3 beschäftigt sich mit den institutionellen und regulatorischen Rahmenbedingungen in Österreich und der Europäischen Union. Kapitel 4 präsentiert schliesslich die empirischen Ergebnisse einer Befragung von Managern der in Österreich tätigen Private Equity (PE)-Gesellschaften und kann auf diese Weise ein sehr detailliertes Bild des österreichischen Marktes bieten.

Die Studie wurde erst durch die Unterstützung zahlreicher „stilller“ Helfer möglich. Die Autoren danken allen Teilnehmern an der Befragung sowie Thomas Jud und Margot Schoberleitner von der AVCO, Daniel Pritchard bei der EVCA sowie PricewaterhouseCoopers. Besonderer Dank richtet sich an Eva Sokoll und Traude Novak für ihre technische Hilfe bei der Verarbeitung der Daten sowie Thomas Url für die Begutachtung.

2. Theoretische Grundlagen

Die Bedeutung der Kapitalmärkte zur Finanzierung von Innovation und unternehmerischer Aktivität wurde schon von Schumpeter (1911) als zentraler Bestandteil der Entwicklungsfähigkeit einer Wirtschaft hervorgehoben. Ihre Aufgabe besteht in der systematischen, auf möglichst große Rentabilität gerichteten Selektion von Projekten bei der Zuteilung von Finanzmitteln. Da diese Selektion von Erwartungen über zukünftige Entwicklungen abhängt, sind Finanzierungsentscheidungen immer mit Unsicherheit über die tatsächlichen Rückflüsse bzw. einem Ausfallrisiko behaftet. Grundsätzlich können zwei entscheidende Fehler unterschieden werden (Keuschnigg – Strobel, 2000): Erstens, erfolglose Projekte werden (zu lange) finanziert und damit wertvolle Ressourcen vergeudet. Zweitens, Projekte, die bei ihrer Umsetzung erfolgreich gewesen wären, werden abgelehnt und finden keine Finanzierung. Die Qualität mit der diese Selektionsfunktion erfüllt wird hängt daher von Information und der Fähigkeit ab, diese im Kontext richtig zu interpretieren.

Im Hinblick auf die ökonomische Analyse der Risikokapitalmärkte bedeutet das Problem der Unsicherheit, dass potenzielle Kapitalgeber nur schwer zuverlässige Informationen über die Geschäftsaussichten eines KMU oder eines neuen Unternehmens erhalten können. Wegen der hohen Kosten einer Bewertung der Investition und anderer Transaktionskosten sind kleine Projekte für Investoren wenig attraktiv. Darüber hinaus entsteht Marktversagen dann, wenn relevante Informationen zwischen den Marktteilnehmern ungleich verteilt sind. Grundlegende Interessenkonflikte zwischen Kapitalgebern und –nehmern werden durch Informationsasymmetrien zusätzlich verstärkt. Eine Finanzierung scheitert daher oft daran, dass die Kapitalgeber innovative Projekte hinsichtlich des Ertragsrisikos nicht einordnen können oder deren Bewertung unverhältnismässige Kosten verursacht. Als Folge dieses Marktversagen entsteht eine Finanzierungslücke, die mit volkswirtschaftlichen Kosten verbunden ist.

2.1 Marktversagen durch Asymmetrische Information

Die Finanzierungstheorie kennt verschiedene Arten von Informationsasymmetrien, wobei häufig zwischen Qualitätsunsicherheit und Verhaltensunsicherheit unterschieden wird (Hartmann – Wendels et al., 1998).

Die *Qualitätsunsicherheit* ist ein Identifikationsproblem. Der Unternehmer hat einen Informationsvorsprung bezüglich bestimmter Eigenschaften eines Investitionsprojektes und kann seine unternehmerischen Fähigkeiten besser beurteilen als jeder externe Kapitalgeber. Diese ungleiche Informationsverteilung wird dabei für beide Seiten zum Problem. Der Kapitalgeber muss immer mit der Möglichkeit rechnen, dass ihm falsche Tatsachen vorgetäuscht werden, während aus dem gleichen Grund der Unternehmer seine wahren Fähigkeiten nicht glaubhaft darstellen kann. Wenn die Informationsasymmetrie nicht in irgendeiner Form abgebaut wird, kann es daher sein, dass es zu keinem Vertrag kommt und die Investition unterbleibt, obwohl sie unter herkömmlichen Investitionskriterien profitabel gewesen wäre (*adverse selection*).

Die *Verhaltensunsicherheit* ist ein Anreizproblem. Wenn die Handlungen des Kapitalnehmers nach Kapitalüberlassung nicht beobachtbar oder nicht kostenlos überprüfbar sind, dann kann dieser seinen Freiraum ausnutzen, und Ausmaß bzw. Qualität seiner im Vertrag vereinbarten Leistung so beeinflussen, dass der Ertrag des Projektes darunter leidet (*moral hazard*). In der Literatur werden eine Reihe von Anreizproblemen unterschieden (Häupler, 2001): Reduktion des Arbeitseinsatzes, Erhöhung des privaten Konsums auf Kosten des Projektes, Erhöhung des Risikos des Investitionsprojektes, Überinvestition in unvorteilhafte Projekte, Unterinvestition in vorteilhafte Projekte. Die ersten beiden Anreizprobleme treten im Zusammenhang mit der Eigenkapitalfinanzierung durch externe Kapitalgeber auf, während die Erhöhung des Risikos, sowie das Über- und das Unterinvestitionsproblem in der Regel in Verbindung mit der Fremdkapitalfinanzierung auftreten.

Prinzipiell ist davon auszugehen, dass beide Vertragspartner an einer Lösung des Informationsproblems interessiert sind. Für den Fall der Qualitätsunsicherheit werden Selbstselektion und Signalisieren als Lösungsansätze vorgeschlagen. Bei der *Selbstselektion* konstruiert der Kapitalgeber die Verträge derart, dass diese nur von Kapitalnehmern akzeptiert werden, welche die vom Kapitalgeber gewünschte Qualität aufweisen. Dies kann etwa über Kreditsicherheiten geschehen. Ein Kreditnehmer wird gerne Sicherheiten stellen, wenn er vom Erfolg seines Projektes überzeugt ist. Beim *Signalisieren* geht die Initiative vom Kapitalnehmer aus. Er hat die Möglichkeit, das Informationsdefizit des Kapitalgebers durch ein Signal abzubauen. Entscheidend ist, dass das Erzeugen eines Signals für

Kapitalnehmer unterschiedlicher Qualität auch mit unterschiedlichen Kosten verbunden ist. Denkbare Signale sind Patente, Zertifikate, Zeugnisse, Tests oder Marktstudien.

Zur Lösung von Problemen der Verhaltensunsicherheit werden in der Literatur Anreiz- und Kontrollmechanismen sowie Kapitalrationierung vorgeschlagen. Bei der Konstruktion von *Anreizverträgen* ist entscheidend, dass einerseits der Anreiz nur von Größen abhängen darf, die beide Vertragspartner beobachten können (etwa das Projektergebnis), und andererseits der Kapitalnehmer eine Möglichkeit besitzt, die Größen, von denen der Anreiz abhängt, zu beeinflussen (z.B. durch Arbeitsanstrengung). Bei einer Kreditfinanzierung kann etwa dem Anreiz, das Risiko des Investitionsprojektes zu erhöhen, durch die Forderung zusätzlicher Sicherheiten begegnet werden. Dabei geht es nicht um den Ausgleich des durch die Risikoerhöhung wachsenden Risikos, sondern um die Motivation des Kapitalnehmers, nicht auf das riskantere Projekt umzusteigen, da er bei diesem mit höherer Wahrscheinlichkeit seine Sicherheiten verlieren würde. Im Rahmen von *Kontrollsystemen* wird der Kapitalnehmer in vertraglich festgelegten Zeitabständen verpflichtet, Berichte über die Geschäftslage und den Schwerpunkt seiner Aktivitäten abzuliefern. Wenn überprüfbare Informationen als Grundlage für die weitere Unterstützung durch den Kapitalgeber dienen, entsteht Druck zu wahrheitsgemäßer Berichterstattung. Bei der *Kapitalrationierung* wird im Unternehmen ein Zustand permanenter Kapitalknappheit erzeugt. Das bedeutet, der Kapitalnehmer hat nie mehr finanzielle Mittel zur Verfügung, als er zur Realisierung der nächsten Investitionsphase benötigt.

2.2 Die Rolle von Private Equity im Finanzierungssystem

Die Finanzierung von jungen, kleinen und mittelständischen Unternehmen unterliegt in vielen Fällen spezifischen Schwierigkeiten und Problemen (Storey, 1994). Besonders für junge Unternehmer, die sich erst am Markt etablieren müssen, ist die Möglichkeit der Selbstfinanzierung aus dem eigenen Cash-flow naturgemäß sehr beschränkt. Um neue Ideen verwirklichen und daraus marktfähige Produkte oder Dienstleistungen anbieten zu können, sind sie auf die Bereitschaft zur Finanzierung von Außenstehenden angewiesen. Die Beziehung zwischen Unternehmensgründern und externen Kapitalgebern ist dabei oft durch erhebliche Informationsdefizite belastet. Zum einen können neu gegründete Unternehmen nicht auf eine belegbare Entwicklung ihrer Projekte in der Vergangenheit („Track record“) hinweisen und die Information über die zu erwartende Entwicklung und

die Erfolgsaussichten neuer Unternehmen lassen sich von außen nur schwer beurteilen. Zum anderen sind für kleine und mittelständische Unternehmen die Transaktionskosten einer eingehenden Bewertung und Überprüfung durch die Kapitalgeber vergleichsweise hoch.

So führt eine unzureichende Eigenkapitalbasis dazu, dass Banken eine Kreditfinanzierung verweigern, wenn sie das neue Unternehmen als zu risikoreich einstufen. Die Bank hat ungenügende Informationen über den tatsächlichen Risikograd der Projekte und kann daher den einzelnen Projekten nicht die risikoadäquate Verzinsung zuteilen. Eine Selektion über den Zinssatz funktioniert deshalb nicht, weil mit steigendem Zinssatz auch das Risiko der vorgelegten Projekte steigt (adverse selection). Nur wenn es für die Bank Möglichkeiten der Informationsbeschaffung gibt, wird es zu einer Kreditfinanzierung von besonders risikobehafteten Projekte kommen. Eine Möglichkeit das Problem zu umgehen, bieten langfristige Finanzierungsbeziehungen, in denen über ständige Kontakte, Berichte, Projektüberwachung, Projektevaluierung usw. die notwendigen Informationen beschafft werden können. Gerade diese Möglichkeit steht aber bei neuen Unternehmungen nicht zur Verfügung. Zudem ist davon auszugehen, dass neue Unternehmen wegen des im Durchschnitt größeren Risikos zu Beginn stärkere Ertragsschwankungen aufweisen. Da die Kreditgeber nicht das Residualeinkommen, d.h. die Profite, empfangen, sondern eine fixe Zins- und Tilgungszahlung, besteht von ihrer Seite kein Interesse an potentiell hohen Erträgen, wenn durch das erhöhte Risiko die Zins- und Rückzahlungen gefährdet werden. Solange also auf Seiten des Unternehmens keine entsprechenden materiellen Sicherheiten vorliegen, ist eine Fremdfinanzierung in Form von Krediten oder Anleihen für junge Unternehmen besonders schwierig.

Am Aktienmarkt wird Eigenkapital dem öffentlichen Handel zugeführt. Er muss somit ein hohes Maß an Transparenz aufweisen und ist in seinen Informationsvoraussetzungen bzw. den damit verbundenen gesellschaftsrechtlichen Anforderungen an das Unternehmen sehr anspruchsvoll. Der Aktienmarkt ist daher auf Großunternehmen ausgerichtet, während Klein- und Mittelbetriebe aufgrund der anfallenden Fixkosten vom Börsenhandel weitgehend ausgeschlossen sind. Mittelstandsbörsen bzw. spezielle Wachstumssegmente für technologieorientierte junge Unternehmen können nur einen Teil dieser Kapitalücke schließen.

Die für junge, kleine und mittelständische Unternehmen bekannten Finanzierungsprobleme sind bei innovativen, besonders technologieorientierten Unternehmen noch stärker ausgeprägt. Carpenter – Peterson (2002) geben dafür vier Gründe an:

- (i) Das Chancen-Risikoprofil ist von besonders großer Unsicherheit geprägt und daher v.a. für Kreditfinanzierer, die an dem höheren Ertragspotential nicht beteiligt sind, wenig attraktiv.
- (ii) Das Ertragspotential für neue, technologisch anspruchsvolle Produkte und Verfahren ist meist nur durch erfahrene Fachleute hinreichend gut abzuschätzen. Der Informationsvorsprung der Unternehmer gegenüber dem Kapitalgeber und damit die Qualitätsunsicherheit in Bezug auf die Projekte (adverse selection) ist deshalb besonders groß.
- (iii) Gleichzeitig steigt auch die Unsicherheit in Bezug auf das Risikoverhalten der Unternehmer (moral hazard), die als Empfänger der Residualerträge einen Anreiz haben können, nach erhaltener Finanzierung ein größeres Risiko einzugehen.
- (iv) Schließlich ist zu berücksichtigen, dass stärker als in anderen Branchen der Firmenwert eines technologieorientierten Unternehmens von intangiblen Vermögenswerten abhängt, die sich kaum zur Besicherung von Krediten eignen.

Während große und etablierte Technologie-Unternehmen diesen Problemen durch Innenfinanzierung aus dem Cash-flow bzw. die Aufnahme von öffentlichem Beteiligungskapital mit entsprechendem Monitoring begegnen können, sind junge, innovationsorientierte Unternehmen am meisten von der Finanzierungslücke betroffen.

Erst seit Mitte der 50er Jahre in den USA und seit den 80er Jahren zunehmend auch in Europa hat sich ein spezialisiertes Marktsegment für privatvermitteltes, externes Eigenkapital entwickelt, das sich mit neuen Instrumentarien sehr gezielt an innovative Wachstumsunternehmen mit hohem Wertsteigerungspotential wendet (Gompers – Lerner, 1999). In Abgrenzung zum „öffentlichen“ Handel auf Aktienmärkten wird es in allgemeiner Form als *Private Equity* (PE) bezeichnet. Klassisches *Venture Capital* ist eine Sonderform von PE, die durch ihre Ausrichtung auf überdurchschnittlich riskante Beteiligungen – v.a. an jungen und innovativen Unternehmen, die sich noch in einer

frühen Entwicklungs- bzw. Wachstumsphase befinden – gekennzeichnet ist (AVCO, 2002).¹ Daneben wird PE aber auch für MBOs, MBIs und ähnliche, in späteren Entwicklungsphasen eintretende Restrukturierungsanlässe eingesetzt. Institutionelles PE wird von spezialisierten Beteiligungsgesellschaften verwaltet und investiert. Daneben gibt es aber auch Einzelpersonen, sog. Business Angels, die sich direkt an einzelnen Unternehmen, vornehmlich in sehr frühen Entwicklungsphasen (unmittelbar vor oder nach der Gründung eines Unternehmens) beteiligen, und mit vergleichsweise geringerem Kapitalbedarf v.a. auch ihre eigene unternehmerische Erfahrung einbringen.

Aus der Sicht der Finanzierungstheorie stellt Private Equity daher eine besondere Form von Eigenkapital dar. Es trägt Konkurs-, Liquiditäts- und Konjunkturrisiken und steht als Haftungsgrundlage für eventuell zufließendes Fremdkapital zur Verfügung. Die Risikofunktion als Hauptcharakteristikum ist daher zweifellos gegeben. Drei Besonderheiten unterscheiden es jedoch von anderen Formen des Eigenkapitals: Die Beteiligung ist von beschränkter Dauer, sie ist oftmals auf Minderheitsbeteiligungen begrenzt und es werden typischerweise keine Ausschüttungen während der Dauer der Beteiligung erwartet. Das heißt die Rendite für den Kapitalgeber hängt einzig von der beim Exit realisierten Wertsteigerung der Unternehmensbeteiligung ab.

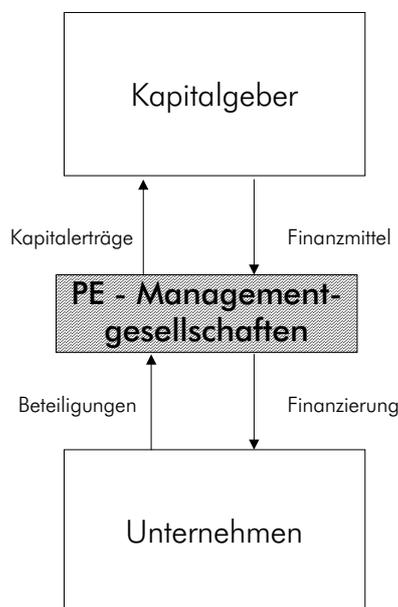
Diese Besonderheiten haben Auswirkungen auf die Beziehung zwischen Kapitalgebern und Unternehmen. Die PE-Gesellschaften bringen als spezialisierte Intermediäre Kapitalangebot und Nachfrage zusammen. Das Beziehungsgeflecht zwischen den verschiedenen Beteiligten (Investoren, Förderer, Beteiligungsgesellschaften, Unternehmen) stellt sich dabei als eine Abfolge von Prinzipal-Agent-Beziehungen dar. Im Zentrum steht die Beteiligungsgesellschaft, die eine Mehrfachrolle erfüllt (Abbildung 1). Zum einen ist sie Prinzipal der Portfoliounternehmen, zum anderen ist sie Agent der auftraggebenden Investoren und der staatlichen Förderinstitutionen. Durch die Übernahme spezialisierter Monitoring- und Managementbetreuungsfunktionen, versucht die PE-Gesellschaft

¹ Die charakteristische Kombination von hohem Risiko mit großem Wertsteigerungspotential erklärt auch die Verwendung so unterschiedlicher Synonyme wie „Risikokapital“, „Wagniskapital“ oder „Chancenkapital“. Der Begriff Risikokapital ist aber insofern irreführend, als jede Form der Eigenkapitalbeteiligung unmittelbar risikobehaftet ist. Das heißt, der Kapitalgeber trägt unmittelbar sowohl Gewinne als auch Verluste, während Fremdkapital lediglich im Fall der Zahlungsunfähigkeit betroffen ist.

Informations- und Anreizprobleme möglichst gering zu halten. Bei dem in solchen Fällen typischen Risikoprofil und den daraus folgenden Informationsproblemen ist ihre Tätigkeit daher eine notwendige Voraussetzung für die Umsetzung der vorhandenen Wertsteigerungspotentiale im kapitalsuchenden Unternehmen.

Zusammenfassend lässt sich Private Equity daher in dreifacher Weise charakterisieren: Erstens durch die Eigenschaft als ausserbörsliches, privatvermitteltes Eigenkapital. Zweitens durch die Übernahme der Risikofunktion bei gleichzeitigem Verzicht auf laufende Ausschüttungen; Kapitalerträge werden vorwiegend durch die Veräußerung der Anteile erzielt. Drittens durch das typische Chancen-Risikoprofil, in dem hohe Unsicherheit und Informationsprobleme auf große Wertsteigerungspotentiale treffen. Venture Capital ist eine Sonderform von PE, das v.a. in Gründungs- und, frühen Wachstumsphasen der Unternehmensentwicklung eingesetzt wird. Aus Gründen der einfacheren sprachlichen Darstellung wird im folgenden Text meist auf diese Unterscheidung verzichtet und der umfassendere Begriff Private Equity (PE) verwendet.

Abbildung 1: Akteure im Private Equity Markt



Quelle: Gompers – Lerner, 1999.

3. Institutionelle und regulatorische Rahmenbedingungen

Die Bedeutung effizienter Risikokapitalmärkte für das Wirtschaftswachstum, die Schaffung neuer und dauerhafter Arbeitsplätze und die Förderung von Unternehmertum und Innovation wird durch eine Reihe von Studien untermauert. Die institutionellen und regulatorischen Rahmenbedingungen sind ein wichtiger Faktor für die Entwicklung dieser Märkte, die sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite Wirkungen zeigen können. Die Europäische Union hat sich zum Ziel gesetzt, die Funktionsweise der europäischen Risikokapitalmärkte durch die Beseitigung von regulatorischen und institutionellen Hemmnissen zu verbessern und durch finanzielle und organisatorische Maßnahmen aktiv zu fördern. Im Zentrum ihrer Bemühungen steht die Entwicklung eines integrierten, europaweiten Risikokapitalmarktes bis 2003. Für die Mitgliedstaaten eröffnen sich eine Reihe von Möglichkeiten, zu einer höheren Effizienz der Risikokapitalmärkte beizutragen. Insbesondere der neue Zugang der Europäischen Kommission zu beihilferechtlichen Fragen im Zusammenhang mit öffentlicher Finanzierung von Risikokapital lässt hier Optionen offen.

3.1 Europäische Rahmenbedingungen für Private Equity

Im Rahmen des Risikokapital-Aktionsplans (RCAP) und des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen hat die Europäische Union eine Reihe von Maßnahmen ergriffen, um die Risikokapitalfinanzierung sowie die Gründung und Expansion von jungen Unternehmen zu fördern. Der RCAP sieht vor, auf gemeinschaftlicher und nationaler Ebene einen angemessenen rechtlichen Rahmen für die Risikokapitalmärkte, sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite zu schaffen.

Rechtliche Rahmenbedingungen

Die auf der *Angebotsseite* vorgesehenen Maßnahmen betreffen die grenzübergreifende Unternehmensfinanzierung, aufsichtsrechtliche Regelungen für institutionelle Anleger (Investmentfonds, Pensionsfonds), Rechnungslegungsanforderungen und Prüfungspflichten sowie die Verbreitung bewährter Verfahren der Unternehmensführung. Im Bereich der grenzübergreifenden Unternehmensfinanzierung wurde die Zulassung von wachstumsintensiven KMU zu spezialisierten Aktienmärkten und europaweiten IPOs (Initial Public Offerings) erleichtert. Fortschritte wurden auch im Hinblick auf die Gesetzgebung zu

Investmentfonds erzielt.² Die Beratungen über die Vorschläge der Kommission zur zusätzlichen kapitalgedeckten Altersversorgung sind im Rat noch im Gange.³

Weitere Maßnahmen im RCAP betreffen vorwiegend die *Nachfrageseite* der Risikokapitalmärkte. Dazu zählen die Reform des Insolvenz- und Konkursrechts und die Reform des Patentschutzsystems. Eine von der Kommission im Herbst 2001 in Auftrag gegebene Studie zum Thema „Konkurs und Neustart“ soll entsprechende Indikatoren zum Insolvenzrecht und der insolvenzbedingten Stigmatisierung erarbeiten. Am 1. August 2000 hat die Kommission einen Vorschlag für eine Verordnung über das Gemeinschaftspatent⁴ angenommen. Dadurch sollen u.a. die derzeit insbesondere für KMU hohen Aufwendungen für ein europäisches Patent erheblich verringert werden.

Steuerliche Maßnahmen zur Förderung von Risikokapitalaktivitäten

Eine aktuelle Studie der Kommissionsdienststellen zur „Unternehmensbesteuerung im Binnenmarkt“ untersucht unter anderem die Auswirkungen der Steuersysteme auf die Risikokapitalmärkte in den Mitgliedstaaten. Die Kommission betont ausdrücklich, dass steuerliche Sonderregelungen zur Ermunterung von Innovation und F&E eingesetzt werden sollten.⁵ Sie stellt aber auch fest, dass es zu viele voneinander abweichende einzelstaatliche

² Der Europäische Rat hat am 4. Dez. 2001 die beiden Richtlinien auf dem Gebiet der harmonisierten Investmentfonds (OGAW) angenommen. Durch die Richtlinien wurde ein System der „einmaligen Zulassung“ in allen Mitgliedsstaaten eingeführt. Ausserdem ist es den Fonds nun gestattet in ein weites Spektrum von Finanzinstrumenten zu investieren, insbesondere auch in Wertpapiere aus Neuemissionen und (sofern der Mitgliedstaat es vorsieht) auch in übertragbare und verbriefte Rechte, die im Rahmen der Richtlinie ihren Merkmalen nach Wertpapieren gleichgestellt werden können. Für letztere wird gefordert, dass deren Wert jederzeit oder mindestens zweimal im Monat festgestellt werden kann (Art. 19 und 34 der RL 2000/64/EG vom 7. Nov. 2000). Dadurch werden den Investitionsfonds auch Investitionen in börsennotierte PE-Gesellschaften ermöglicht.

³ In ihrem Vorschlag für eine Richtlinie über die Tätigkeiten von Einrichtungen zur betrieblichen Altersversorgung (wozu Pensionsfonds und Pensionskassen zählen) fordert die Europäische Kommission, dass diese Einrichtungen die Möglichkeit erhalten, in Risikokapitalmärkte zu investieren (Art. 18 Abs. 6 KOM (2000) 507; 11. Okt. 2000).

⁴ ABl. C 337 E vom 28.11.2000

⁵ Europäische Kommission (2001A, S.14).

Steuervorschriften gibt, die zu Diskriminierungen führen können und sich negativ auf die Herausbildung eines europaweiten Risikokapitalmarktes auswirken. Dies betrifft vor allem Probleme durch Doppelbesteuerungen und einseitige Steuervergünstigungen für Investoren und Investmentfonds nur für bestimmte, zumeist inländische Investitionen. Gegenwärtig untersucht die Kommission den Einsatz steuerlicher Anreize zur Förderung von F&E-Investitionen mit dem Ziel, gute und empfehlenswerte Praktiken zu bestimmen.

Staatliche Beihilfen und Risikokapital

Die Europäische Kommission hat ihre Position im Hinblick auf die Finanzierung mit Risikokapital aus öffentlichen Mitteln in einer eigenen Mitteilung konkretisiert.⁶ Sie betont ausdrücklich, dass der in der Mitteilung vertretene Ansatz eine Abkehr von früheren Methoden zur Kontrolle staatlicher Beihilfen darstellt.⁷ Allerdings wird gleichzeitig hervorgehoben, dass der Einsatz öffentlicher Mittel „auf Fälle von klarem Marktversagen“ zu begrenzen ist. Die Kommission verweist auf die Gefahren, die mit der Bindung oder Genehmigung öffentlicher Mittel für Maßnahmen der Risikokapitalförderung entstehen können. Insbesondere ist auf die Gefahr der Wettbewerbsverfälschung, die Gefahr von Mitnahmeeffekten oder des mangelnden Anreizes und auf die Gefahr von Verdrängungseffekten („crowding out“) Bedacht zu nehmen. Bei der beihilferechtlichen Würdigung von Risikokapitalmaßnahmen ist davon auszugehen, dass die entsprechende Maßnahme sich als Beihilfe an den Kapitalgeber, als Beihilfe an einen Fonds oder als Beihilfe an die zu finanzierenden Unternehmen darstellen kann.

Eine Voraussetzung für eine Genehmigung solcher Maßnahmen ist, dass Marktversagen nachgewiesen wird und dass die jeweilige Maßnahme in einem angemessenen Verhältnis zu dem vermuteten Marktversagen steht.⁸ Den Mitgliedstaaten steht es jedoch grundsätzlich frei, zu entscheiden, in welcher Form sie (genehmigungsfähige) Beihilfen

⁶ Europäische Kommission (2001B, S. 3).

⁷ Europäische Kommission (2001A, S. 21).

⁸ Ein Nachweis von Marktversagen kann unterbleiben, sofern einzelne Finanzierungstranchen für ein Unternehmen aus Risikokapitalmaßnahmen, die insgesamt oder teilweise durch staatliche Beihilfen finanziert werden einen Umfang von 500.000 € bzw. 750.000 € und 1 Mio. € in bestimmten Fördergebieten nicht übersteigen (Europäische Kommission, 2001B, S. 9).

vergeben, solange diese marktwirtschaftlich handelnden Kapitalgebern Anreize bieten, den „Zielunternehmen“ renditeorientiert Risikokapital bereitzustellen. Unter anderem kommen die Errichtung von Investmentfonds, an denen der Staat als Gesellschafter, Kapitalgeber oder in anderer Form beteiligt ist, in Betracht. Darüber hinaus sind auch Zuschüsse an Wagniskapitalfonds zur teilweisen Deckung der Verwaltungs- und Managementkosten, Garantien und steuerliche Anreize für Risikokapitalgeber vorstellbar.

Eine entscheidende Voraussetzung für eine beihilfenrechtliche Anerkennung von Risikokapitalmaßnahmen ist die Vereinbarkeit mit dem gemeinsamen Markt. Ist Marktversagen nachgewiesen, dann müssen als weitere Kriterien eine weitgehende Beschränkung der Beteiligungen auf Klein(st)unternehmen und mittelgroße Unternehmen in ihrer Anlauf- oder in anderen Frühentwicklungsphasen oder in Fördergebieten, gewinnorientierte Veranlagungsentscheidungen der Kapitalgeber bzw. Fonds,⁹ keine Verzerrungen des Wettbewerbs zwischen Kapitalgebern und Investmentfonds, der Ausschluss bestimmter wirtschaftlicher Branchen, sowie keine Kumulierungen von Maßnahmen für einzelne Unternehmen erfüllt sein.

Europäische Initiativen

Auf europäischer Ebene selbst gibt es eine Reihe von finanziellen und organisatorischen Maßnahmen zur Förderung von Risikokapital.¹⁰ Im Rahmen der Reform der Europäischen Investitionsbank (EIB) im Jahr 2000 wurde dem Europäischen Investitionsfonds (EIF) die Kontrolle über alle Wagniskapitaloperationen der EIB-Gruppe übertragen. Der Europäische Investitionsfonds verwaltete Mitte des Jahres 2001 bereits mehr als 1,6 Mrd. € an Risikokapitalinvestitionen und war zu dem Zeitpunkt in 124 Wagniskapitalfonds

⁹ Gefordert wird eine Verknüpfung der Rendite auf das eingesetzte Kapital mit der Vergütung der Personen, die die Anlageentscheidung treffen. Das ist aus Sicht der Kommission insbesondere dann der Fall, wenn das gesamte Kapital für die Beteiligungen an den Zielunternehmen von marktwirtschaftlich handelnden Kapitalgebern bereitgestellt wird und diese auch die Anlageentscheidungen treffen, wobei die Beihilfe lediglich die Funktion hat, für die Kapitalgeber hierzu einen Anreiz zu schaffen. Es trifft aber auch auf Maßnahmen zu, bei denen das Kapital marktwirtschaftlich handelnder Kapitalgeber in erheblichem Maße beteiligt ist und auf gewerblicher Basis (d.h. nur zur Gewinnerzielung) direkt oder indirekt (z.B. über Fonds) in Beteiligungen an den „Zielunternehmen“ angelegt wird.

¹⁰ Europäische Kommission (2001A).

investiert. Er verfügt für die nächsten Jahre über eine Investitionskapazität von jährlich 800 Mio. €. Die Hauptaufgabe des Fonds besteht darin, die Wettbewerbsfähigkeit von kleinen Unternehmen zu stärken, das Know-how im Bereich Risikokapital weiterzuentwickeln, Innovation und Technologie zu fördern, Wachstum, Arbeitsplätze von hoher Qualität und eine ausgewogene regionale Entwicklung zu unterstützen und gleichzeitig eine „angemessene Rendite“ zu erwirtschaften. Der Fonds soll dabei als Katalysator für private Investoren dienen und nicht private Investoren verdrängen. Der Fonds investiert vorrangig in „Frühphasen“-Fonds, insbesondere in

- Fonds mit Schwerpunkt auf bestimmte Branchen oder Technologien (z.B. Biotechnologien, Content-Branchen, Nano-Technologien, Basistechnologien),
- Regionale Wagniskapitalfonds mit Blick auf eine ausgewogene Entwicklung der europäischen Regionen,
- Fonds, welche die Verwertung von F&E-Entwicklungen finanzieren, und
- Paneuropäische Fonds.

Neben dem EIF zielt auch die von der EIB im Jahr 2000 eingerichtete Innovation 2000 Initiative (i2i) auf eine Stärkung der Risikokapitalmärkte hin. „i2i“ umfasst Finanzierungsmöglichkeiten für Bildung/e-Learning, Informations- und Kommunikationstechnologien, F&E, und die Verbreitung von Innovationen. Die EIB plant in den ersten drei Jahren Kredite in Höhe von 12 bis 15 Mrd. € im Rahmen von „i2i“ zu vergeben.

Eine weitere europäische Initiative ist die „Startkapital-Aktion“, die vom EIF geleitet wird und auf die Verbesserung und Motivation von Humanressourcen im Bereich des Risikokapitalmanagements abzielt. Sie ist darauf ausgelegt, die Anwerbung junger Investmentmanager für Wagniskapitalfonds (einschließlich Anschubfinanzierungsfonds, Kleinfonds, Regionalfonds und Gründungszentren) zu fördern. Für jeden jungen Investmentmanager, der mindestens drei Jahre in dem betreffenden Fonds oder Gründungszentrum verbleibt, soll ein Zuschuss von 100.000 € gewährt werden.¹¹

¹¹ European Investment Fund (EIF), Seed Capital Action Guidelines, März 2002.

Auch die Hebelwirkung der Strukturfondsmittel soll durch einen verstärkten Rückgriff auf private Finanzierungsquellen (insbesondere Risikokapital und Public Private Partnerships) und eine Neuorientierung von Gemeinschaftsmitteln in Richtung neu gegründeter Unternehmen, Spinoffs und innovativer Entwicklungen, spezialisierter Unternehmensdienstleistungen, Technologietransfer und damit verbundener Dienstleistungen verstärkt werden. Weiters ist vorgesehen, das Startkapitalprogramm für die Europäische Technologiefazilität (ETF) so anzupassen, dass die Finanzierung von Gründungszentren und Startkapital unterstützt wird, während die KMU-Bürgschaftsfazilität um Bürgschaften für Eigenkapital, Mikrokredite und Investitionen in IKT erweitert wird.¹²

3.2 Österreichische Rahmenbedingungen für Private Equity

Die Notwendigkeit externer Risikokapitalbereitstellung wurde in Österreich erstmals Ende der 70er Jahre thematisiert. Ersten Initiativen der Großbanken¹³ folgte die Errichtung von Beteiligungsfonds im Rahmen der Genussscheifinanzierung. Der nachfolgende Abbau der Steuervorteile führte zum Exit aus dem ersten Ansatz eines österreichischen Risikokapitalmarktes (Mann, 1999). Seit Ende der 80er Jahre gibt es allerdings wieder eine Reihe von Initiativen zur Förderung von Risikokapital, insbesondere für technologieintensive Unternehmen. Die Aktivitäten erstrecken sich von organisatorischen Maßnahmen im Bereich der Beteiligungsgesellschaften und der Börsen bis zu finanziellen Anreizmechanismen zur Mobilisierung von Beteiligungskapital durch spezielle Garantie- und Förderungsinstrumente. Dabei hat sich gezeigt, dass die verschiedenen Maßnahmen für sich allein genommen, für eine dynamische Entwicklung des PE-Marktes in Österreich nicht ausgereicht haben. Obwohl beispielsweise die Banken sehr früh mit der Gründung von Mittelstandsfinanzierungsgesellschaften begonnen haben, ist die Entwicklung des österreichischen Risikokapitalmarktes erst durch die Kombination der MFG-Konstruktion mit den in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre eingeführten neuen Förderinstrumenten, insbesondere durch die Initiativen der Finanzierungsgarantie-Gesellschaft (FGG), in Gang

¹² Details zu den Programmen finden sich auf der Webseite des Europäischen Investitionsfonds: <http://www.eif.org>.

¹³ Gründung der Beteiligungsfinanzierungs-AG (BFAG) des Bundes, der Kapitalbeteiligungs-AG (KABAG) in Wien und der Niederösterreichischen Kapitalbeteiligungsgesellschaft m.b.H. (NÖBEG).

gekommen (Lenzinger, 1999). Weitere, auch für den Risikokapitalmarkt relevante Maßnahmen waren die Anbindung an die deutschen Börsen mit der Einführung von XETRA, die organisatorische Zusammenführung unterschiedlicher Bereiche der Finanzmarktaufsicht, die Installierung von Liquiditätsanbietern (Market-Maker und Specialists) zur Betreuung der an der Wiener Börse notierten Unternehmen (BCG, 2001) sowie die Gründung der i²-Börse für „Business Angels“ durch die Innovationsagentur.

Steuerliche Anreize im Rahmen der Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft (MFG)

Eine zentrale organisatorische Maßnahme zur Stimulierung des österreichischen Risikokapitalmarktes war die Schaffung der Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft (MFG) im Wege der Steuerreform 1994, mit dem Ziel, ein auf die besondere Geschäftstätigkeit von PE-Gesellschaften abgestimmtes Instrument zu schaffen und durch steuerliche Anreize Eigenkapitalinvestitionen in die österreichische (mittelständische) Wirtschaft zu fördern. Die MFG ist heute die am häufigsten anzutreffende privatrechtliche Organisationsform für Beteiligungsgesellschaften bzw. -fonds in Österreich. Sie profitiert von einer Reihe steuerlicher Anreize:

- Befreiung von der unbeschränkten Körperschaftsteuerpflicht bis Ablauf des fünften Jahres nach Gründung und in der Folge hinsichtlich des dem Finanzierungsbereich (d.h. dem Beteiligungsgeschäft) zurechenbaren Teiles des Einkommens;¹⁴
- Ausschüttungen an die Gesellschafter sind bei natürlichen Personen bis zum Nominale von 14.600 € von der Einkommensteuer (Abgeltungssteuer) befreit;
- Befreiung von der Gesellschaftsteuer für die Ausgabe von Aktien und Genussrechten;

¹⁴ Siehe §5 Z14 KStG 1988. Gemäß § 21 Abs. 2 Z 3 KStG 1988 besteht im 5-jährigen Anlaufzeitraum auch eine Befreiung von der beschränkten Steuerpflicht hinsichtlich der im Veranlagungsbereich (§6b Abs. 1 Z 7 KStG 1988) aus Geldeinlagen und sonstigen Forderungen gegenüber Kreditinstituten sowie Forderungswertpapieren erzielten Einkünfte. Ab dem sechsten auf das Gründungsjahr folgenden Jahr besteht die Befreiung nur mehr für Erträge aus Veranlagungen innerhalb des Finanzierungsbereiches. Aus diesem Grund sind für den Veranlagungs- und den Finanzierungsbereich gesonderte Rechnungskreise zu führen. Der Veranlagungsbereich ist auf maximal 30% des Eigenkapitals begrenzt (§ 6 Abs. 1 Z 7 KStG 1988).

- Befreiung von den Stempel- und Rechtsgebühren und der Kapitalverkehrsteuer für den Erwerb von Beteiligungen.

Die Anerkennung als MFG ist im Gegenzug an bestimmte Voraussetzungen geknüpft, die verhindern sollen, dass diese vom Förderziel abweicht.¹⁵ Beispielsweise müssen mindestens 70% des Eigenkapitals in Beteiligungen an gewerblichen Betrieben investiert werden, zwei Drittel des Gesamtbetrages auf Beteiligungen an österreichischen Unternehmen mit überwiegend inländischer Tätigkeit und dabei schwerpunktmäßig auf KMUs entfallen. Gleichzeitig darf die MFG nur Minderheitsbeteiligungen eingehen, welche maximal 49% des Betriebsvermögens bzw. Nennkapitals des Beteiligungsunternehmens umfassen.¹⁶ Die Mindestanzahl der Beteiligungen ist mit acht festgelegt.¹⁷

Andere Förderinstrumente

Unter den Förderinstrumenten sind auch die Aktivitäten der Finanzierungsgarantie-Gesellschaft (FGG), des ERP-Fonds und der BÜRGES anzuführen. Zusätzlich gibt es seit einigen Jahren auch in den Bundesländern verschiedene Programme der Eigenkapitalförderung. In den bestehenden Programmen wird Risikokapital in erster Linie über die Vergabe von Eigenkapitalgarantien und die Vergabe von günstigen Mezzanindarlehen gefördert.¹⁸

¹⁵ Siehe § 6b KStG 1988 und der dazu ergangenen Verordnung des Bundesministers für Finanzen vom 3.6.1994 BGBl. Nr. 544/1994 idF vom 26.3.2002.

¹⁶ Dadurch soll ausgeschlossen werden, dass MFG in die Stellung einer Holdinggesellschaft abgleiten. Für wirtschaftlich sinnvolle Sanierungen sind vorübergehende Überschreitungen dieser Grenzen zulässig, wenn eine wirtschaftliche Notwendigkeit besteht und der gesetzeskonforme Zustand innerhalb von drei Jahren nach dem Wegfall dieses wirtschaftlichen Grundes wiederhergestellt wird (vgl. Körperschaftsteuerrichtlinie 2001).

¹⁷ Dabei darf jede einzelne Beteiligung nicht mehr als 20% des Eigenkapitals der MFG binden. Ein Überschreiten der 20%-Grenze ist nur in Ausnahmefällen (Sanierung) zulässig und ist innerhalb eines dreijährigen Wiederveranlagungszeitraumes auf das normale Maß zurückzuführen.

¹⁸ Details zu den einzelnen Förderinstrumenten finden sich auf den Webseiten der Einrichtungen: www.fgg.at (Finanzierungsgarantie-Gesellschaft), www.erp-fonds.at (ERP-Fonds), www.innovation.co.at (Innovationsagentur) und www.buerges.com (Bürges-Förderungsbank).

Das Seedfinanzierungsprogramm des *Innovations- und Technologiefonds (ITF)* wurde bereits 1989 ins Leben gerufen. Das Programm finanziert die Gründungs- und Aufbauphase innovativer Unternehmen. Neben dem Startkapital werden durch die Innovationsagentur auch Beratungs- und Betreuungsleistungen angeboten. Finanziert werden Kosten, die im Zusammenhang mit der Markterschließung und der Gründung stehen. Das Startkapital (maximal 727.000 €) wird in Form von Mezzaninkapital bereitgestellt, d.h. die Verzinsung und Tilgung erfolgt gewinnabhängig. Das 1997 gestartete Technologiefinanzierungsprogramm (TFP) der Finanzierungsgarantie-Gesellschaft (FGG) soll kleinen und mittleren technologieorientierten KMU einen leichteren Zugang zu Private Equity verschaffen. Dabei wird eine Beteiligungsgarantie für die PE-Gesellschaft mit einer Finanzierungsgarantie für Kredite an das Unternehmen kombiniert. Die FGG trägt einen Teil des Kreditrisikos. Als Gegenleistung wird eine Bearbeitungsgebühr, ein Garantieentgelt sowie ein erfolgsabhängiges Entgelt verrechnet. Unterstützt werden Investitionsvorhaben in der Start-up-Phase und in der Expansionsphase. Im Gegensatz zum Seedfinanzierungsprogramm wird der erschwerte Zugang zu Investitionskapital nicht durch die Vergabe öffentlicher Mittel kompensiert, sondern durch eine Verbesserung der Investitionsbereitschaft privater Investoren. Das geplante Garantievolumen für das TFP liegt bei 145 Mio. €.

Zusätzlich zu den unternehmens- und projektbezogenen Beteiligungs- und Finanzierungsgarantien bietet die FGG seit Ende 1996 auch Kapitalgarantien an. Mit Hilfe dieser Garantien werden entweder Wertminderungen von Anlagen in Beteiligungsfonds (anlegerbezogen), oder Wertminderungen der Beteiligungsportfolios solcher Fonds (fondsbezogen) abgedeckt. Beide Varianten reduzieren das finanzielle Risiko für Investoren. Insgesamt steht ein Garantierahmen von 730 Mio. € für die Kapitalgarantien zur Verfügung.

Die BÜRGES Förderungsbank bietet seit 1997 KMU Eigenkapitalgarantien an, wobei Beteiligungen natürlicher Personen bis 20.000 € bis zu 100%, darüber hinausgehende Beteiligungsbeträge bis zu 50% gedeckt sind. Die Beteiligungen anderer Investoren (institutionelle Investoren, andere Unternehmen) sind bis zu 50% gedeckt. Gewinnanteile sind von der Garantie nicht erfasst, d.h. gedeckt ist nur das Kapitalrisiko, nicht das Ertragsrisiko. Im Gegensatz zu den Kapitalgarantien der FGG wird die Sicherung der Beteiligung nur im Falle der Insolvenz schlagend. Finanzielle Risiken, die sich aus einer

schlechten Performance der Beteiligungsunternehmen ergeben, bleiben für die Investoren daher weitgehend erhalten. Die Garantielaufzeit beträgt maximal 10 Jahre. Für die Übernahme der Garantie werden je nach Höhe des Risikos mindestens 0,5% p.a. in Rechnung gestellt.

Auch der ERP-Fonds hat im Rahmen einer „Wachstums- und Technologieoffensive“ seine Aktivitäten in Richtung auf die Unterstützung der Verbreiterung der Eigenmittelbasis von Unternehmen verlagert. Den geförderten Unternehmen wird während der Expansionsphase Wachstumskapital zur Überbrückung des Finanzbedarfs bis zu einer mittelfristig geplanten Erhöhung der Eigenmittelausstattung durch Beteiligungen oder einen Börsengang zur Verfügung gestellt. Das Kapital wird in Form eines mit 1,5% p.a. verzinsten und endfälligen ERP-Kredites mit einer Laufzeit von 5 Jahren zur Verfügung gestellt. Der Zinssatz kann in Verbindung mit der Schaffung neuer Arbeitsplätze auf 0,5% p.a. sinken. Zum Ende der Laufzeit soll der Kredit durch einen Börsengang oder die Hereinnahme eines Finanzinvestors bzw. eines strategischen Partners abgeschichtet werden. Wird das Ziel der Verbreiterung der Kapitalbasis nicht erreicht, dann muss der Kredit mit 120% zurückgezahlt werden. Als zusätzlicher Anreiz wird vom ERP-Fonds die geforderte Bankhaftung oder FGG-Haftung auf 75% des Kredites reduziert, falls bereits zu Beginn eine exit-orientierte Beteiligungsgesellschaft hereingenommen und ein Börsengang vereinbart wird.

Relevante aufsichtsrechtliche Regelungen

Für das Angebot an Risikokapital sind neben den finanziellen Anzelementen auch aufsichtsrechtlichen Regelungen (Veranlagungsgrenzen) für institutionelle Anleger wie Versicherungen, Investment- und Pensionsfonds, entscheidend. International gehören Pensionsfonds und Versicherungen zu den wichtigsten Investoren am PE-Markt. Die Veranlagungsbestimmungen für Pensionskassen wurden in Österreich zuletzt 2001 geändert, wodurch erstmals auch Investitionen in Private Equity für österreichische Pensionskassen ermöglicht wurden. Gemäß §25 Abs. 2 Z 12 Pensionskassengesetz ist es jetzt zulässig, Investitionen bis höchstens 5% des der Veranlagung und Risikogemeinschaft zugeordneten Vermögens zu investieren, wenn deren Wert jederzeit oder zumindest in den §7 Abs. 3 Investmentfondsgesetz 1993 vorgesehenen Zeitabständen (zweimal im Monat) genau bestimmt werden kann. Darunter fallen praktisch nur Investitionen in börsennotierte PE-Gesellschaften.

4. Umfang und Struktur des österreichischen Private Equity-Marktes

Die vorliegenden Daten beruhen auf einer im Frühjahr 2002 durchgeführten Erhebung der Austrian Private Equity & Venture Capital Organisation (AVCO) mit dem Österreichischen Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO) und in Abstimmung mit der European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) sowie PricewaterhouseCoopers. Zielsetzung und Design des Fragebogens bauen auf früheren Untersuchungen von Jud – Kremshofer (1997, 2000) auf und wurden in Abstimmung mit den jährlichen Erhebungen der EVCA weiterentwickelt. Die Erhebung beruht auf der freiwilligen Teilnahme der Befragten und ist daher nicht vollständig. Durch das unmittelbare Engagement der AVCO als neu gegründeter Interessenvertretung konnte aber ein guter Rücklauf von knapp 77%, das sind 33 in Österreich tätige Private Equity (PE)-Gesellschaften, erzielt werden.¹⁹ Nach Auskunft der AVCO wurden die großen Beteiligungsgesellschaften fast ausnahmslos erfasst, sodass die tatsächliche Abdeckung des Marktvolumens wesentlich größer ist.

Bei der Interpretation der Daten gilt zu berücksichtigen, dass nicht jedes Unternehmen alle Fragen beantwortet hat. Da das Nicht-Beantworten einer Frage auch systematische Gründe haben kann, wurde im Gegensatz zu den Berichten der EVCA auf eine Hochrechnung mit den vorhandenen Mittelwerten verzichtet. In den Übersichten und Abbildungen wird daher immer angeführt, auf wievielen Antworten zur jeweiligen Frage die Daten beruhen.

Die Zusammenfassung der Ergebnisse folgt der in Abbildung 1 dargestellten Gliederung des Marktes in

- (i) Kapitalangebot der „passiven“ Investoren;
- (ii) PE-Gesellschaften als Finanzintermediäre und aktive, d.h. an der Unternehmensentwicklung beteiligte, Investoren; und
- (iii) Kapitalverwendung, d.h. dem Zusammenspiel mit der Nachfrage nach konkreten Finanzierungsprojekten durch die Unternehmen.

Da sich die Befragung ausschließlich an PE-Gesellschaften richtet, werden alle drei Aspekte aus der Sicht des institutionellen Intermediärs betrachtet.

¹⁹ Der Rücklauf liegt damit deutlich über jenem für die europaweite Erhebung von 68% (EVCA, 2002).

4.1 Kapitalangebot: Motive und Strukturen

Das österreichische Private Equity-Angebot hat sich in den letzten Jahren sehr dynamisch entwickelt. Nach Messungen der EVCA betrug die Kapitalzufuhr in Österreich 1997 noch 61 Mio. €, im Jahr 2000 waren es bereits 235 Mio. € (AVCO, 2002). Das Jahr 2001 war durch eine schwierige Phase an den internationalen Aktienbörsen gekennzeichnet, die sich auch auf den PE-Markt auswirkte. Mit rund 138 Mio. € blieb das Volumen der neu zugeführten Mittel in Österreich weit unter jenem im bisherigen Spitzenjahr 2000.²⁰

Investitionsmotive und Einflussfaktoren

Die Bereitschaft der Anleger, Private Equity bereitzustellen, wird durch eine Reihe angebots- und nachfrageseitiger Faktoren beeinflusst. Aus der Fülle möglicher Bestimmungsgründe haben sich international die Rentabilität der Investitionen, die Exit-Bedingungen für das Abschichten der Beteiligungen, das steuerliche Umfeld und der Regulierungsrahmen²¹ als entscheidend herausgestellt (Gompers – Lerner, 1999, S.22ff).

Die Funktionsfähigkeit der Börsen ist für die PE-Märkte aus zwei Gründen von zentraler Bedeutung. Die Bewertung an den Börsen dient einerseits als „Benchmark“ für die Bewertung von nicht börsennotierten Unternehmen zum Zeitpunkt der Beteiligungsinvestition, und die Börsen bieten eine besonders attraktive Möglichkeit, die Beteiligungsanteile wieder zu veräußern. Die Rentabilität der Investitionen hängt eng mit

²⁰ Der Anteil der Kapitalaufbringung der in Österreich tätigen Private Equity-Gesellschaften (Kapitalzufuhr durch Muttergesellschaft und aus unabhängigen Finanzierungsquellen) beträgt nur rund 0,01 % des gesamten inländischen Finanzvermögens bzw. rund 0,02% des Finanzvermögens des finanziellen Sektors (vgl. Hahn – Glauning, 2001). Gemessen an den Anteilsrechten des finanziellen Sektors (inkl. Investmentzertifikate) beträgt der Anteil etwa 0,13 %.

²¹ Der entscheidende Einfluss von Änderungen im Regulierungsregime hat sich am Beispiel der amerikanischen Pensionsfonds gezeigt. Acht Jahre nach der Liberalisierung im Jahre 1979 stellten Pensionsfonds mit über 50% der Kapitalzufuhr bereits die größte Investorengruppe dar. Der PE-Boom der letzten Jahre in den USA und in Europa war wesentlich durch das Engagement der Pensionsfonds geprägt (Gompers – Lerner, 2001; Schertler, 2001). Auch die Studie von Jeng und Wells (2000) weist darauf hin, dass Pensionsfonds entscheidend zur weiteren Entwicklung des PE-Marktes in den von ihnen untersuchten Ländern beigetragen haben.

der Aufnahmefähigkeit der Börsen für Erstemissionen zusammen (Black – Gilson, 1998). Das Klima am Aktienmarkt strahlt daher zwangsläufig auf die gesamte PE-Szene ab.²²

Das gemeinsame Ziel der Investoren und der Beteiligungsgesellschaften ist es, am Ende des Engagements einen möglichst hohen Veräußerungserlös zu lukrieren. Daher spielen Exit-Überlegungen generell bereits im Vorfeld des Beteiligungserwerbes eine sehr wichtige Rolle. Neben dem Börsengang (IPO) und späteren Anteilsverkäufen (post IPO) kommen dafür aber auch eine Reihe anderer Ausstiegsvarianten in Betracht: Industrieverkauf (Trade Sale), Anteilsrückkauf (Buy Back) sowie der Erwerb durch eine andere Beteiligungsgesellschaft oder Finanzinstitution (Secondary Purchase). Da Investitionen der PE-Gesellschaften besonders risikobehaftet sind, muss auch mit Wertverlusten in einzelnen Positionen gerechnet werden. Deshalb werden üblicherweise auch Abschreibungen (Write-Offs) als Desinvestitionen klassifiziert.

IPOs sind im österreichischen Markt eine relativ seltene Erscheinung (Abbildung 2). Nach den Daten der EVCA gab es 1999 drei und im Jahr 2000 fünf Erstemissionen. Zusätzlich waren im Jahr 2000 vier spätere Aktienverkäufe (post IPOs) zu verzeichnen. Im Jahr 2001 gab es überhaupt keinen Exit über eine Erstemission und nur einen durch einen späteren Aktienverkauf. Der Hauptgrund ist in dem schlechten Börsenklima des vergangenen Jahres zu suchen. In Summe gingen die Beträge aus den Exits gegenüber dem Jahr 2000 von 53,4 Mio. € auf 33,3 Mio. € zurück.²³ Sie lagen aber noch deutlich über den Beträgen aus dem Jahr 1999 (16,7 Mio. €; vgl. EVCA, 2001A).

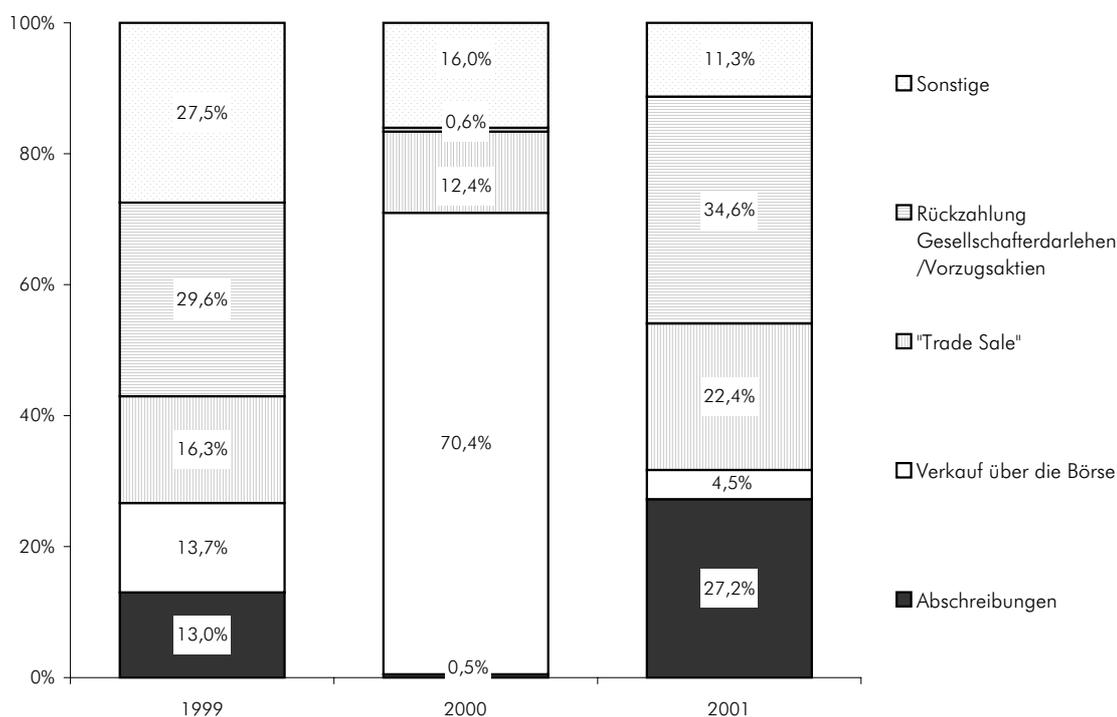
Die gemessen an den Beträgen bedeutendsten Exit-Kanäle waren 2001 die Rückzahlung von Gesellschafterdarlehen (34,6%) und Trade Sales (22,4%). Die Anzahl der Trade Sales hat sich gegenüber den beiden vorangegangenen Jahren verdoppelt. Die Beträge waren allerdings in Summe kleiner als im Jahr 2000. Die abgestoßenen Beteiligungen waren

²² Zuletzt haben Jeng – Wells (2000) nachgewiesen, dass die Stärke des IPO-Marktes international einer der wichtigsten Faktoren für die Höhe der Kapitalzufuhr am PE-Markt ist. Allerdings zeigen sich Effekte nur im Bereich der Expansions- und Spätphasenfinanzierung, das Ausmass der Frühphasenfinanzierung ist von der Stärke des IPO-Marktes nicht signifikant betroffen.

²³ Die angegebenen Beträge betreffen nur die Buchwerte der von den Exits betroffenen Beteiligungen. Die mit den Exits erzielten Erlöse konnten im Rahmen dieser Befragung nicht eruiert werden.

daher im Durchschnitt nur etwa halb so groß wie im Jahr zuvor. Die Abschreibungen nehmen mit 27,2% einen sehr großen Anteil ein, deutlich höher als 1999 (13,0%) und 2000 (0,5%) (EVCA, 2001) aber auch über dem europäischen Vergleichswert für 2001 von 23% (EVCA, 2002).

Abbildung 2: Anteil der Desinvestitionen nach Exit-Kanälen (Beträge) im Jahr 2001



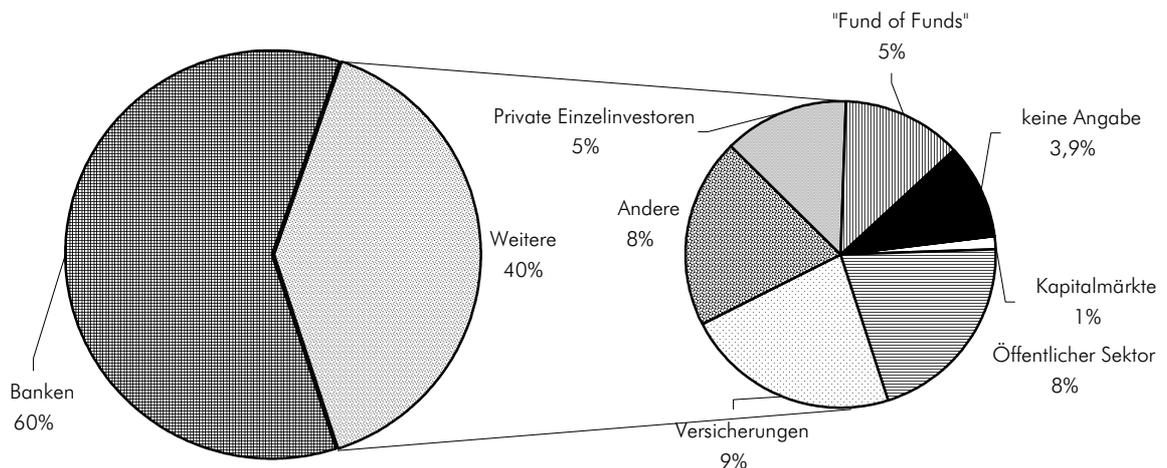
NB: Daten für die 1999 und 2000 aus EVCA (2001A); 10 Antworten für 2001.

Struktur und Herkunft der Kapitalanleger

Die Motive für Private Equity-Investitionen lassen sich nicht nur auf die hohen erwarteten Renditen reduzieren (Jani, 1999). Aus der Sicht von Banken und Versicherungen tragen sie zur Portfoliodiversifikation und zur Erweiterung des Angebots für Anlagekunden bei. Für die Banken kommt als weiteres wichtiges Motiv die Gewinnung von Jungunternehmern als neue Kunden hinzu (Anschlussgeschäfte). Industrieunternehmen (Corporate Investors) sind dagegen vorwiegend an der Beobachtung und Erschließung von neuen Technologien und

Märkten interessiert. Beteiligungen des öffentlichen Sektors wiederum gehen vor allem auf erhoffte positive Impulse für Wachstum und Beschäftigung zurück.

Abbildung 3: Anteil der Kapitalzufuhr nach Finanzierungsquellen im Jahr 2001



NB: 27 Antworten

Die Struktur der Kapitalanleger auf PE-Märkten hängt wiederum zu einem guten Teil vom vorherrschenden Finanzsystem und den gesetzlichen Bestimmungen ab, welche das Anlageverhalten institutioneller Anleger regeln. Die wichtigsten Investoren auf dem amerikanischen PE-Markt sind Pensionsfonds und Versicherungen, die gemeinsam rund 60% der Kapitalzufuhr abdecken. Banken spielen als Investoren so gut wie keine Rolle. In den meisten Ländern Europas dagegen gehören die Banken zu den bedeutendsten Finanzierungsquellen. Durch das starke Engagement US-amerikanischer Pensionsfonds, insbesondere in Großbritannien, sind die Banken zuletzt von den Pensionsfonds als wichtigste Kapitalquelle in Europa abgelöst worden (Europäische Kommission, 2001A, S.6). Pensionsfonds (26,8%), Banken (24,0%) und Versicherungen (12,7%) deckten im Jahr 2001 gemeinsam weit mehr als die Hälfte der Kapitalzufuhr in Europa ab (EVCA, 2002).

Im österreichischen PE-Markt sind die Banken mit 60,3% der im Jahre 2001 zusätzlich bereitgestellten Mittel die dominierende Finanzierungsquelle (Abbildung 3). Im schwierigen Kapitalmarktumfeld des Jahres 2001 ist ihr Anteil (gegenüber 48% im Jahr davor) sogar noch angestiegen. Insgesamt ist die Dominanz der Banken in den letzten Jahren allerdings

deutlich zurückgegangen. Noch 1997 hatten sie einen Anteil an der gesamten Kapitalzufuhr von 82,8% (Schertler, 2001; Tabelle A8). Der Trend rückläufiger Bankenanteile lässt sich auch für Gesamteuropa beobachten (Botazzi – Da Rin, 2002). Zum Teil kann dies Ausdruck des Entwicklungsstandes des jeweiligen PE-Marktes sein. Im Lebenszyklus der meisten europäischen Risikokapitalmärkte kommt den Banken in der Startphase offenbar eine initiierende und möglicherweise stabilisierende Rolle zu, während im weiteren Verlauf andere institutionelle Investoren das Wachstum stimulieren sollten.

Eine ähnliche Rolle wie den Banken kommt dem *öffentlichen Sektor* als Investor zu. Solange der Markt unterentwickelt ist, tragen öffentliche Kapitalgeber dazu bei, dass die Finanzierungslücke verringert und die Entwicklung des Marktes in Gang gesetzt wird. In Österreich betrug der Anteil öffentlicher Finanzierungsquellen an der gesamten Kapitalzufuhr im Jahre 1997 noch mehr als 11% (Schertler, 2001; Tabelle A8). Im Jahr 2001 sank ihr Anteil auf 8,2%, lag aber über dem europäischen Wert von 6,0% (EVCA, 2002).

Versicherungen und Pensionsfonds sind wegen ihres vergleichsweise längeren Investitionshorizonts die optimalen Partner im PE-Markt. Die *Versicherungen* haben ihr Engagement am österreichischen PE-Markt in den letzten Jahren ausgeweitet. Sie stellen mit 8,9% im Jahr 2001 bereits die zweitwichtigste Finanzierungsquelle dar. *Pensionsfonds* und *Investmentfonds* sind dagegen nicht als PE-Investoren in Erscheinung getreten. Das Engagement der institutionellen Anleger ist aufgrund von Veranlagungsrichtlinien der Höhe nach begrenzt. Zudem basiert das österreichische Pensionssystem auf einem Umlageverfahren, weshalb nur ein eingeschränkter Finanzmittelpool der Pensionskassen zur Verfügung steht. Pensionskassen dürfen in Österreich auch erst seit dem Jahr 2001 Risikokapital bereitstellen. Allerdings hat sich in der Praxis gezeigt, dass die bisher schon liberaleren Veranlagungsgrenzen der Versicherungen meist nicht ausgenutzt werden.²⁴ Ein wesentlicher Grund für die Enthaltensamkeit der Pensionskassen dürfte sein, dass die inländischen Pensionskassen im Durchschnitt noch sehr jung sind und noch keine ausreichenden stillen Reserven in anderen Veranlagungsformen (Immobilien, Aktien)

²⁴ Gemessen an den technischen Reserven der österreichischen Lebensversicherungen in Höhe von rund 36 Mrd. € per 31.12.2000 (Quelle: Versicherungsverband) machen die Investitionen in Private Equity in Höhe von 11,5 Mio. € nicht einmal ein Promille aus.

aufbauen konnten. Um ihre Renditeversprechen einzuhalten, sind die Fonds gezwungen, Ertragseinbrüche in schlechten Jahren über eine Auflösung von stillen Reserven abzudecken. Sofern diese Reserven noch nicht in ausreichendem Maße vorhanden sind, wird die Veranlagungsstrategie daher eher konservativ erfolgen. Zudem mangelt es den Fonds noch an Erfahrung mit Private Equity. Eine stärkere Ausweitung von Veranlagungen der Pensionskassen in PE ist daher erst für die Zukunft zu erwarten.

Private Einzelinvestoren spielen im PE-Markt eine traditionell weniger wichtige Rolle. Gegenüber den institutionellen Anlegern sind sie bei einer direkten Anlage in nicht börsennotierte Unternehmen häufig durch die fehlende Möglichkeit der Diversifikation, durch höhere Verhandlungs-, Tausch- und Absicherungskosten, durch eine größere Informationsasymmetrie und durch eine längere Reaktionszeit benachteiligt (Häupler, 2001). Für eine indirekte Anlage stehen im Prinzip die Beteiligungsgesellschaften zur Verfügung. Ein Engagement privater Anleger wird aber durch die im Vergleich zu anderen Veranlagungsformen höheren Mindestsummen der Beteiligungsfonds erschwert. 1997 betrug der Anteil dieser Investorengruppe nur 2,4% (Schertler, 2001; Tabelle A8). Im Jahr 2001 ist dieser Anteil auf 5,2% gestiegen. EVCA (2002) berichtet für Europa einen Anteil von 6,7%.

Bei *Fund-of-funds* handelt es sich um Beteiligungsgesellschaften, die Kapital von (zumeist) institutionellen Investoren akquirieren und in andere Beteiligungsgesellschaften investieren. Sie sind somit Intermediäre zwischen Investoren und Beteiligungsgesellschaften, ähnlich wie Dachfonds im Investmentfondsbereich. Sie sind nicht auf die Unternehmensanalyse sondern auf die Fondsanalyse spezialisiert. Der Vorteil dieses Konzeptes für die Investoren liegt in der Möglichkeit, sich über mehrere Fonds mit einem relativ geringen Kapitalanteil zu diversifizieren. Das Prinzip der Risikostreuung wird über eine ausreichende Anzahl von Beteiligungsunternehmen, die Streuung über verschiedene Investitionsphasen, den Branchenmix und über eine regionale Streuung optimiert. Fund-of-funds scheinen im Jahr 2001 neu als Investoren auf dem österreichischen PE-Markt mit einem Anteil von 5% auf. In Europa beträgt ihr Anteil 11,7% (EVCA, 2002). Aufgrund des großen Potentials zur Kapitalaufbringung und ihrer umfangreichen Marktkenntnisse ist das beginnende Engagement dieser Fonds dennoch ein positives Signal für den Markt.

Corporate Investors (meist Industriekonzerne) verfolgen i.d.R. strategische Ziele, die in der Beobachtung neuer Märkte und Technologien sowie der Nutzung von Synergien mit der

Möglichkeit zur späteren Übernahme des Unternehmens liegen können. Als weitere mögliche Motive werden der Zugang zu und das Halten von qualifizierten Arbeitskräften angeführt. Zu diesem Zweck bedienen sich die Industriekonzerne gerne eigener Fondskonstruktionen, eine Praxis, die vor allem in den USA verbreitet ist. Das kapitalsuchende Unternehmen kann dabei vom Know-how sowie dem bestehenden Netzwerk an Zuliefer- und Absatzkanälen des meist in verwandten Branchen tätigen Investors profitieren. Tatsächlich zeigen empirische Ergebnisse, dass Komplementarität und eine klare strategische Ausrichtung bei der Auswahl der Projekte durch die Corporate Investors einen positiven Einfluss auf die Erfolgsaussichten haben (Gompers – Lerner, 1999, S. 95ff). Umgekehrt können aber auch Zielkonflikte auftreten. Insbesondere sind die Exitkanäle stark eingeschränkt, weil oft nur mehr der industrielle Beteiligungspartner als Käufer für die Geschäftsanteile der anderen Gesellschafter in Frage kommt (Koo, 1999).²⁵ In Österreich waren Corporate Investors Ende der 90er Jahre sehr stark engagiert, haben zuletzt aber keine zusätzlichen Mittel mehr bereitgestellt.

Sowohl das niedrige Niveau als auch die ansteigende Tendenz des Anteils der *Reinvestitionen* durch Gewinnthesaurierung an der gesamten Kapitalzufuhr der Beteiligungsgesellschaften sind weitere Indizien für den frühen Entwicklungsstand des österreichischen PE-Marktes (Übersicht 1). In Österreich beträgt der Anteil der Kapitalgewinne, Dividenden und Zinsleistungen an der gesamten Kapitalaufbringung (neuzugeführtes Kapital plus Kapitalgewinne) im Jahr 2001 rund 6,5%.²⁶ Er liegt damit aber deutlich über den von der EVCA (2001A) berichteten Werten der Vorjahre (2000: 1,9%; 1999: 0,2%).

Insgesamt entfallen laut Angaben in der Befragung beinahe 80% der gesamten Kapitalaufbringung auf unabhängige Finanzierungsquellen. Nur rund 11% des 2001 neu zugeführten Kapitals stammen von den Muttergesellschaften. Die Verteilung der

²⁵ „Für den Unternehmer bedeutet das, dass er die Strategieentwicklung nicht mehr nur auf sein Unternehmen optimieren kann, sondern dass er in eine, die gesamte Unternehmenseinheit umfassende Strategieentwicklung eingebunden ist. Bei weiterem Kapitalbedarf ist es wegen dieser Tatsache praktisch nicht mehr möglich, andere Investoren für weitere Finanzierungsrunden zu gewinnen“ (Koo, 1999, S. 17).

²⁶ In Frankreich (18,3%) und Belgien (20%) war diese Kapitalquelle selbst im Jahr 2000, einem Jahr mit überdurchschnittlicher zusätzlicher Kapitalzufuhr von außen, ein wichtiger Faktor (EVCA, 2001A).

Kapitalzufuhr aus unabhängigen Finanzierungsquellen nach Investorentypen entspricht im Wesentlichen der Verteilung bei der Kapitalzufuhr insgesamt. Neben den Banken stellen die Versicherungen und der öffentliche Sektor die wichtigsten unabhängigen Kapitalquellen dar. Gut ein Drittel der im Jahr 2001 dem österreichischen PE-Markt insgesamt zugeführten Mittel stammt aus dem Ausland (34%). Etwas höher ist mit 39,5% der ausländische Anteil an der Kapitalzufuhr durch unabhängige Finanzierungsquellen.

In der Befragung wurden für den Stichtag 31.12.2001 bei 29 Antworten in Summe 785 Mio. € an verwaltetem Kapital berichtet. Da einige PE-Gesellschaften mit sehr großem Investitionsvolumen diese Frage nicht beantwortet haben, liegt die tatsächliche Summe des verwalteten Kapitals aber deutlich darüber. Für 28 Antworten (mit insgesamt 730 Mio. € an Kapital) konnte der Anteil der bereits investierten oder zumindest verbindlich zugesagten (komitierten) Finanzmittel mit 43,9% bzw. 5,2% errechnet werden.

Übersicht 1: Kapitalzufuhr der in Österreich tätigen PE-Gesellschaften im Jahr 2001

Kapitalzufuhr durch ...	in 1000 €	in %
die Muttergesellschaft	14.803	10,8
aus unabhängigen Finanzierungsquellen	108.997	79,2
<i>Summe neu zugeführtes Kapital</i>	<i>123.800</i>	<i>89,9</i>
Kapitalgewinne, Dividenden und Zinsleistungen	8.889	6,5
keine Angabe über die Aufteilung	5.000	3,6
<i>Summe der gesamten Kapitalaufbringung</i>	<i>137.689</i>	<i>100,0</i>

NB: 27 Antworten

4.2 Beteiligungsgesellschaften: Größe, Struktur und Bewertungsmethoden

Private Equity wird in Österreich in erster Linie über Mittelstandsfinanzierungsgesellschaften (MFG) investiert (AVCO, 2002).²⁷ MFG sind grundsätzlich als Aktiengesellschaften zu errichten, bei deren Gründung Beteiligungsfondsgesellschaften oder andere Kreditinstitute zumindest zu 75% beteiligt sein müssen.²⁸ Das Vorherrschen der MFG als Gesellschaftsform am österreichischen PE-Markt spiegelt sich auch in der Eigentumsstruktur der befragten Beteiligungsgesellschaften wider. 77% der Gesellschaften stehen im Eigentum von institutionellen Anlegern, der Rest entfällt auf private Einzelpersonen. Knapp 42% der in Österreich tätigen Beteiligungsgesellschaften befinden sich im hauptsächlichen Eigentum von Banken, 14% sind im Eigentum anderer PE-Gesellschaften, von denen die überwiegende Mehrzahl ihren Sitz im Ausland hat. 7% werden vom öffentlichen Sektor getragen. Der Rest entfällt auf andere Unternehmen oder sonstige Eigentümer. Pensionsfonds, Versicherungen oder akademische Einrichtungen treten in Österreich nicht als hauptsächliche Eigentümer von PE-Gesellschaften in Erscheinung.

Die Beziehungen zwischen Kapitalgeber und Beteiligungsgesellschaften sind für die Kapitalaufbringung wesentlich. So hängt das Investitionsverhalten der Kapitalgeber sehr stark davon ab, ob ein anderer Investor (z.B. eine Muttergesellschaft) die Investitionsstrategie der PE-Gesellschaft beeinflussen kann. Die EVCA unterscheidet zwischen vier Typen von Beteiligungsgesellschaften (vgl. EVCA, 2001A): Eine PE-Gesellschaft ist *unabhängig*, wenn keiner der Kapitalgeber mehr als 20% der Anteile besitzt; sie ist *semi-unabhängig*, wenn ein einzelner Kapitalgeber zwischen 20 und 50% der Anteile besitzt; sie ist *abhängig*, wenn ein einzelner Investor mehr als 50% besitzt. Die vierte Gruppe umfasst Beteiligungsgesellschaften, die im Auftrag staatlicher Stellen agieren.

In Österreich sind rund 70% der meldenden Beteiligungsgesellschaften *abhängig* im Sinne der EVCA-Typologie. Weitere 20% sind *semi-unabhängige* Gesellschaften, und nur rund

²⁷ Gegenwärtig sind 27 Gesellschaften durch Bescheinigung des Bundesministeriums für Finanzen als Mittelstandsfinanzierungsgesellschaften anerkannt. Zu den steuerlichen Anreizen und den Voraussetzungen für die Anerkennung als MFG vgl. Kapitel 2.

²⁸ Die Gründer sind angehalten, ihren unmittelbaren oder mittelbaren Anteil am Grundkapital nachhaltig auf höchstens 30% zu reduzieren (§ 6b Abs. 1 KöSt-G.).

10% sind *unabhängig*. Allerdings geben nur drei Beteiligungsgesellschaften an, ihre Aktivitäten nicht unabhängig von der Muttergesellschaft entfalten zu können. Mit knapp 40% ist der Anteil derjenigen, die dazu „keine Meinung“ haben oder keine Angaben machen, jedoch sehr hoch.²⁹

Größenstruktur, Unternehmensportfolio und Deal Flow

Eine der wichtigsten Aufgaben der Beteiligungsgesellschaften besteht darin, aus der Vielzahl der eingereichten Projekte bzw. Geschäftspläne jene auszuwählen, die am erfolgversprechendsten sind. Diese Tätigkeit setzt Erfahrung und unternehmerisches Know-how voraus. Die Spezialisierung auf bestimmte Branchen oder Arten von Projekten kann hier von Vorteil sein. Internationale Erfahrungen haben gezeigt, dass in einem typischen Beteiligungsportfolio der Hauptteil des Ertrages nur aus einem oder zwei Erfolgsunternehmen stammt (Waschiczek – Mauerhofer, 2000). Die Diversifikation durch den Aufbau eines Portfolios an Unternehmen kann zu einer besseren Ertrags-/Risikorelation beitragen. Andererseits hängt der Erfolg der Unternehmen nicht allein von der Projektauswahl und Finanzierung ab, sondern auch von der Qualität der Beratung und der Kontrolle durch die Beteiligungsgesellschaft. Das optimale Firmenportfolio einer PE-Gesellschaft resultiert daher aus einem Trade-off zwischen der Anzahl der Firmen und dem Beratungsaufwand für jede einzelne Firma. Wenn zu viele Firmen auf einen Fondsmanager entfallen, wird pro Firma zu wenig beraten, was das gesamte Portfolio gefährden kann. Da die Projekte dadurch riskanter werden und die Intensität des Monitoring abnimmt, muss die PE-Gesellschaft zusätzliche erfolgsabhängige Lohnbestandteile an die Unternehmer abgeben, damit diese hinreichende Anreize haben, das gemeinsame Ziel zu verfolgen. In dem Fall wird eine Ausweitung des Portfolios aus der Sicht der Beteiligungsgesellschaft weniger attraktiv (Keuschnigg, 2000). Die Größenstruktur der Fondsgesellschaften, gemessen an der Zahl der Fondsmanager bzw. der Zahl der von ihnen betreuten Beteiligungsunternehmen ist daher ein wichtiges Indiz für die Effektivität des PE-Managements.

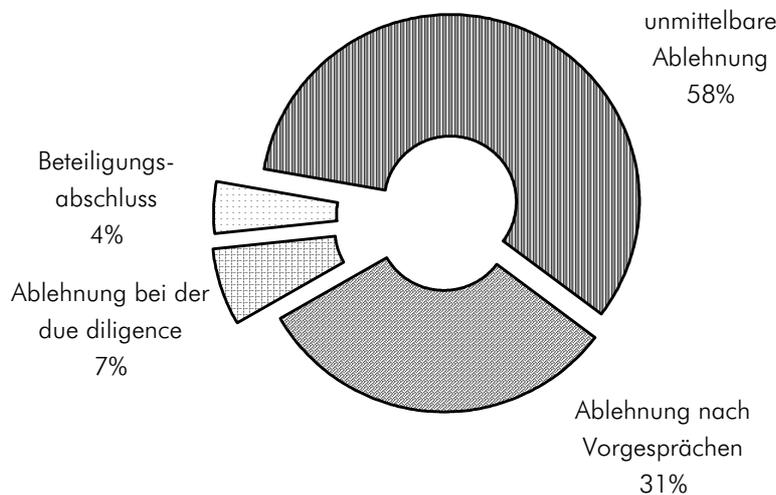
²⁹ Im Widerspruch zur hohen formalen Abhängigkeit der österreichischen PE-Gesellschaften steht der Umstand, dass laut Angaben in der Befragung beinahe 80% der im Jahr 2001 zugeflossenen Mittel aus unabhängigen Finanzierungsquellen stammen sollen (Übersicht 1).

Die im österreichischen Eigentum stehenden Gesellschaften sind sowohl gemessen an der durchschnittlichen Anzahl der Fondsmanager (3,2) als auch am Median (3) kleiner als die ausländischen in Österreich tätigen Gesellschaften (3,8 bzw. 4). Auch die durchschnittliche Anzahl der Beschäftigten (ohne Fondsmanager) ist in den österreichischen Gesellschaften kleiner. Im internationalen Vergleich ist die Managementausstattung der in Österreich tätigen Beteiligungsgesellschaften eher gering. In dem höher entwickelten französischen Markt beträgt die durchschnittliche Anzahl der Fondsmanager 8, wobei der Median 5 Personen beträgt (Schertler, 2001).

Insgesamt befanden sich zum Ende des Jahres 2001 493 Unternehmensbeteiligungen in den Portfolios der befragten PE-Gesellschaften. Im Durchschnitt betreute eine Gesellschaft knapp 16 Unternehmen, der Median der betreuten Unternehmen betrug allerdings nur 7, d.h. einigen wenigen großen stehen eine Reihe von kleinen Gesellschaften gegenüber. Auch gemessen an der durchschnittlichen Anzahl der Portfoliounternehmen sind die österreichischen Beteiligungsgesellschaften vergleichsweise klein. Deutsche und französische Gesellschaften betreuen im Durchschnitt wesentlich mehr Unternehmen (38,5 bzw. 52,0), die Mediane liegen bei 17,0 (Deutschland) und 27,0 (Frankreich) (vgl. Schertler, 2001). Die geringe Zahl von Portfoliounternehmen ist ein Ausdruck des relativ frühen Entwicklungsstandes des österreichischen PE-Marktes.

Der Anteil der finanzierten Unternehmen an der Gesamtzahl der ansuchenden Unternehmen betrug im Jahr 2001 im Durchschnitt 4,1% (Abbildung 4). Auch hier liegt der Median mit 2,8% deutlich niedriger. Dies ist darauf zurückzuführen, dass eine der großen Beteiligungsgesellschaften einen deutlich überdurchschnittlichen Anteil meldete. 57,5% der Anträge von ansuchenden Unternehmen wurden ohne Gespräche abgelehnt, weitere 31,5% nach ersten Vorgesprächen. Nur 6,9% der Ablehnungen erfolgten nach der *Due-Diligence*-Prüfung.

Abbildung 4: Erfolgswahrscheinlichkeit und Selektion der Projekte

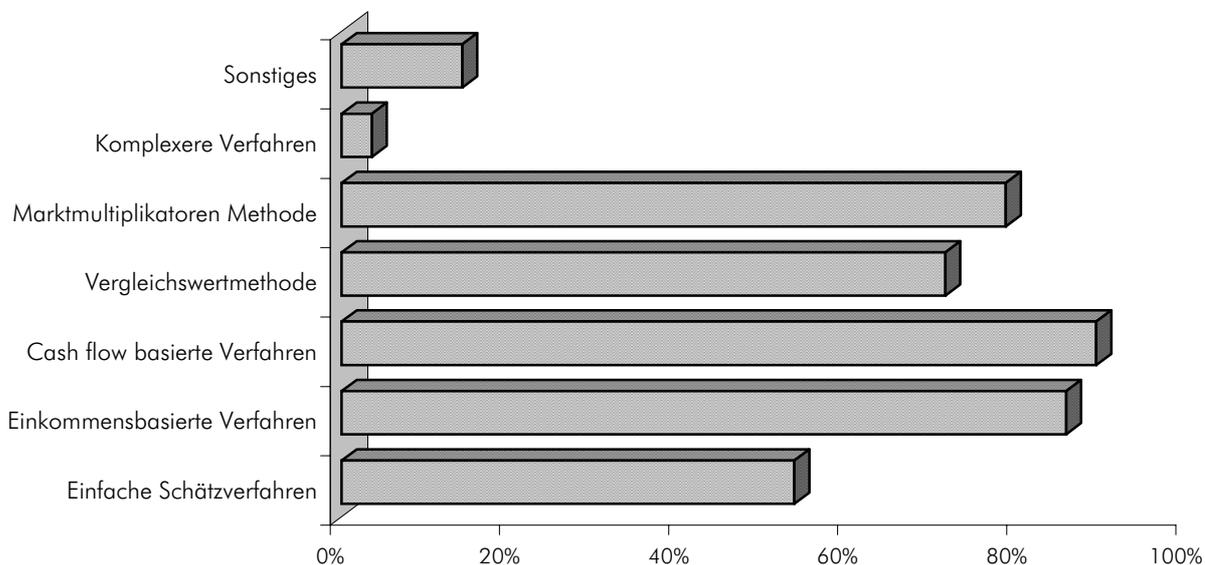


NB: 25 Antworten.

Verfahren der Unternehmensbewertung

Die Bewertung von Private Equity finanzierten Unternehmen ist grundsätzlich zukunftsbezogen, d.h. für die PE-Geber sind nur die zukünftigen Einzahlungsüberschüsse oder Cash-flows bzw. der Wert des Unternehmens zum Zeitpunkt des Exits von Interesse. Für junge und wachstumsorientierte Unternehmen sind Bewertungsverfahren, die sich etwa am Substanzwert der Unternehmen orientieren, ungeeignet. In Betracht kommen daher nur Methoden, die auf dem Versuch aufbauen, die zukünftige Entwicklung des Unternehmens problemadäquat abzubilden. Die bekanntesten und auch in der Praxis geläufigsten Methoden sind die Ertragswertmethode und verschiedene Ansätze der Discounted-Cashflow-Methode, Multiplikatorenmethoden, Vergleichswertmethoden und Realoptionen (Aders, 2002). Die sogenannten Praktikerverfahren sind insoweit marktorientiert, als sie entweder eine betriebswirtschaftliche Kennzahl mit einem Marktfaktor multiplizieren (Multiplikatorverfahren) oder an Marktwerten vergleichbarer Unternehmen ansetzen (Vergleichswertverfahren).

Abbildung 5: Verfahren der Unternehmensbewertung (Anteil positiver Antworten)



NB: 28 Antworten; Mehrfachantworten möglich.

Die Beteiligungsgesellschaften wurden auch nach den verwendeten Verfahren der Unternehmensbewertung befragt (Abbildung 5). Cash-Flow-basierte Verfahren bilden bei allen befragten Gesellschaften ein Grundelement der Bewertungsmethoden. In diesen Verfahren, die dem Ertragswertverfahren sehr ähnlich sind, werden zukünftige Überschußgrößen (Free-Cash-Flows) auf den Gegenwartswert diskontiert. Neben den Cash-Flow-Verfahren haben auch einkommensbasierte Verfahren, das Multiplikatorverfahren und Vergleichswertmethoden eine hohe Bedeutung. Multiplikatormethoden sind relativ einfach handhabbar und liefern objektifizierbare Marktbewertungen, sind allerdings eher vergangenheitsorientiert und stoßen dort an ihre Grenzen, wo die Vergleichbarkeit von Unternehmen nicht gegeben ist. Auf diese Grenzen stoßen auch die Vergleichswertverfahren, die vor allem in den USA zur Anwendung kommen. Dort können Marktpreise vergleichbarer Unternehmen leichter herangezogen werden als in Europa. Einfache Schätzverfahren werden von den befragten Unternehmen wesentlich weniger oft verwendet. Komplexere Verfahren (etwa Realoptionen) kommen kaum zur Anwendung.

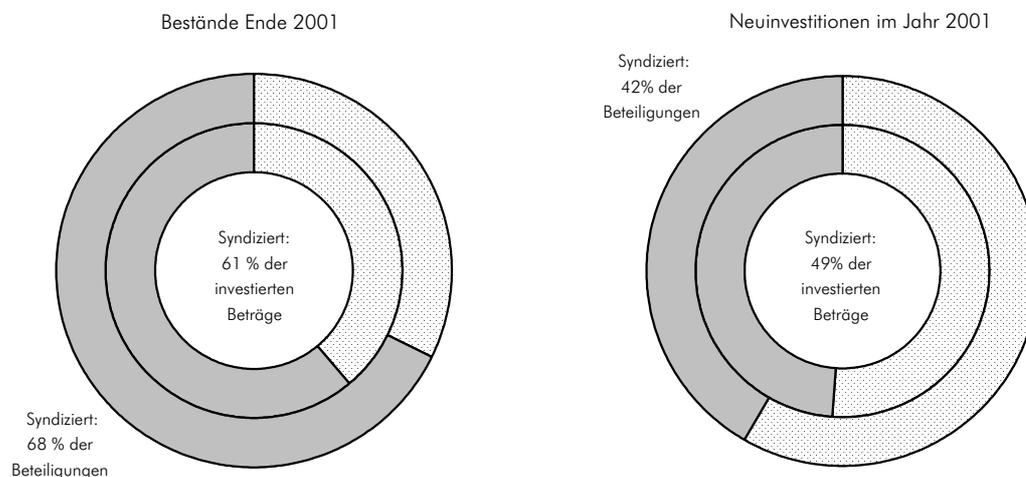
Syndizierungen

Bei Syndizierungen schließen sich mehrere Beteiligungsgesellschaften oder Investoren zur Finanzierung von Projekten oder Unternehmensgründungen zusammen. Solche Ko-Investitionen bilden nach einer Studie der OECD (1996) in den USA mit 90 Prozent aller Beteiligungen den Regelfall. Der Vorteil für die Financiers liegt darin, dass durch die Syndizierung Informationslücken überwunden und Unsicherheit in der Auswahl der Projekte reduziert werden können. Durch die konzentrierte Bündelung von Erfahrungswerten und eine mehrstufige und unabhängige Evaluierung von Geschäftsplänen werden Fehlinvestitionen leichter vermieden. Die Wahrscheinlichkeit von Irrtümern, die aufgrund von Einzelentscheidungen auftreten, wird durch Kofinanzierungsmodelle verringert. Gleichzeitig wird das Risiko einer Fehlentscheidung auf mehrere Schultern verlagert. Vor allem bei sehr riskanten Projekten werden Syndizierungen von Anfang an angestrebt, denn sobald das Projekt einmal in Schwierigkeiten kommt, werden sich neue Investoren kaum zu vertretbaren Kosten einbinden lassen (Bousek – Ehringer, 2000). Auch die Partnerauswahl ist entscheidend, da die eigene Position auf dem Wagniskapitalmarkt durch einen hinreichend großen Erfahrungsschatz und die notwendigen Kompetenzen der Partner gestärkt wird.

Die Rolle der Syndizierung im Projektverlauf ist bisher wenig erforscht. Es ist zu vermuten, dass die Einbindung mehrerer Financiers den Firmenwert steigern kann, indem jeder der Beteiligten seine Geschäftskontakte und seine Erfahrung im Managementbereich zur Fortentwicklung des Jungunternehmens einbringt. Spezialisierungsvorteile der jeweiligen Lead-Investoren können dadurch besser genutzt werden. Andererseits kann die Syndizierung auch zur Abwehr von opportunistischem Verhalten auf Seiten des Kapitalgebers eingesetzt werden (Keuschnigg et al., 1999).³⁰

³⁰ Wenn ein Financier in das tägliche Geschäft des Unternehmens eingebunden ist, kann er versucht sein, Informationsvorteile auszunutzen, um sich bei gut gehenden Unternehmen in weiteren Finanzierungsrunden Vorteile zu verschaffen. Durch die Syndizierung und zum Schutze des Unternehmers wird dem führenden Financier über die Zeit hinweg ein konstanter Firmenanteil zugemessen. Die Syndizierung muss daher in späteren Finanzierungsrunden fortgesetzt werden. Mit der Bereitschaft zur Syndizierung signalisiert die Beteiligungsgesellschaft, dass sie keine opportunistischen Absichten hat und steigert so das Vertrauen erfolversprechender Unternehmensgründer.

Abbildung 6: Anteil der Syndizierungen an der Anzahl der Beteiligungen (äußerer Ring) und den investierten Beträgen (innerer Ring)



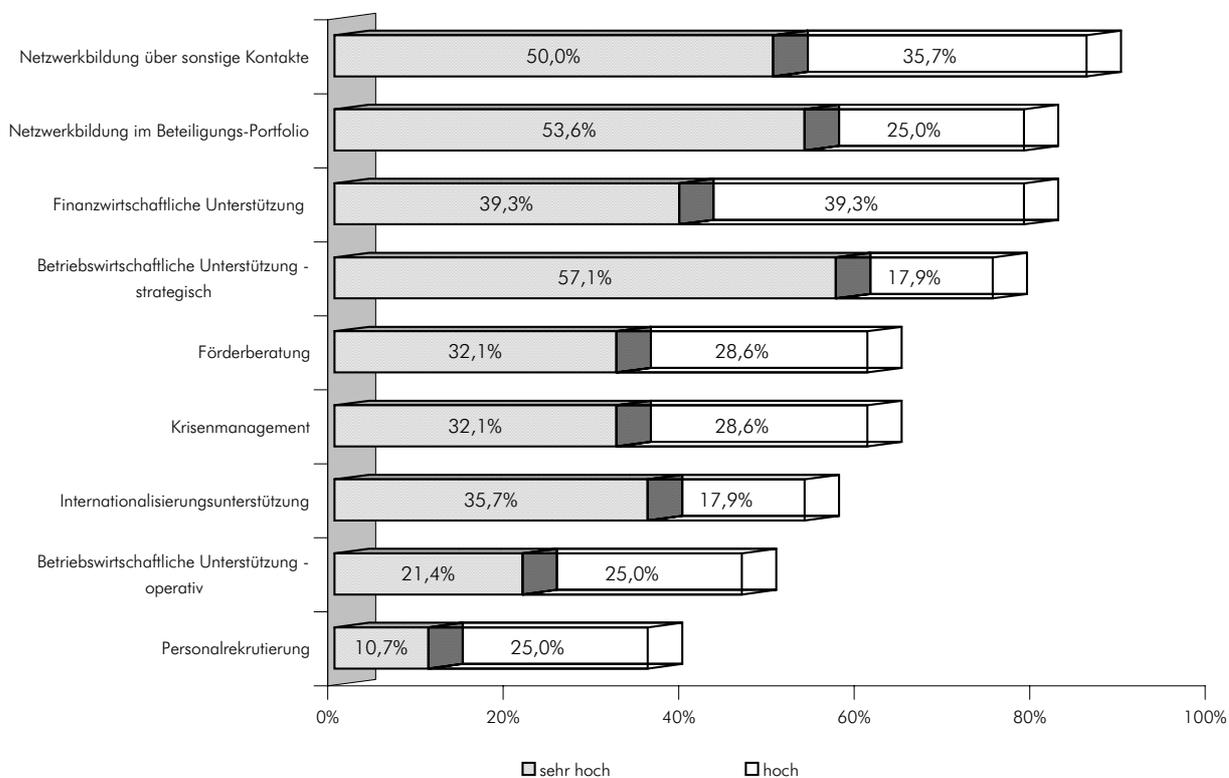
NB: 23 bzw. 25 Antworten.

2001 wurde etwas weniger als die Hälfte der neu investierten Mittel syndiziert, der Großteil davon (65%) mit inländischen Partnern. Gemessen an der Zahl der finanzierten Portfoliounternehmen wurden nur 42% syndiziert (Abbildung 6). Das bedeutet, dass im Durchschnitt größere Investitionen eher syndiziert werden als Projekte mit geringeren Investitionssummen. Vergleicht man die Neuinvestitionen mit den Beständen dann fällt auf, dass zum einen der Anteil der syndizierten Investitionen in den Beständen mit 61% deutlich höher ist und zum anderen auch der Anteil der inländischen Partner mit 68% höher ist. Die Beteiligungsunternehmen waren also im Vergleich zu früheren Jahren weniger geneigt, Syndizierungen einzugehen, haben sich dabei aber etwas stärker auf ausländische Partner konzentriert.

Dienstleistungen

In engem Zusammenhang mit dem Syndizierungsverhalten der Beteiligungsunternehmen steht das Angebot an Dienstleistungen, welche diese ihren Portfoliounternehmen zusätzlich zur Bereitstellung von Finanzierungsmitteln anbieten können. Im Rahmen von Syndizierungen werden nicht nur Investitionsrisiken durch Risikoteilung gesenkt, sondern auch Netzwerke gebildet, über die Know-how und Kontakte für das jeweilige Unternehmen eingebracht werden können. Solche Kooperationen sind oft strategischer Natur und können so auch längerfristig nützen (Jud – Kremshofer, 2000).

Abbildung 7: Die Bedeutung unterstützender Dienstleistungen durch die PE-Gesellschaften



NB: 28 Antworten; Anteil der Einschätzungen „sehr hoch“ und „hoch“ auf einer 5-teiligen Skala.

Die Befragung hat ergeben, dass aus einer Reihe von möglichen Dienstleistungen der Netzwerkbildung im Beteiligungs-Portfolio bzw. über sonstige Kontakte sowie der strategischen betriebswirtschaftlichen und der finanzwirtschaftlichen Unterstützung höchste Bedeutung zukommen (Abbildung 7). Von mittlerer Bedeutung wird das Krisenmanagement, die Förderberatung und die Unterstützung bei Internationalisierungen eingeschätzt. Am wenigsten behilflich sind die Beteiligungsgesellschaften im Bereich operativer betriebswirtschaftlicher Fragen und bei der Personalrekrutierung. Im Einzelfall wird es jedenfalls auch von den Corporate Governance Strukturen abhängen, inwieweit die Fondsmanager in die Unternehmensführung eingreifen können (Schertler, 2000).

4.3 Kapitalverwendung: Struktur und Umfang der Investitionen

Österreich ist in der Entwicklung der Risikokapitalmärkte ein Nachzügler. Mit einem Anteil der Private Equity-Investitionen von 0,080% des BIP war es im Jahr 2000 das Schlusslicht aller EU-Staaten (EVCA Yearbook 2001). Im Jahr 2001 ist dieser Anteil im Sog des schwierigen Beteiligungsumfelds weiter auf 0,075%, das sind 157 Mio. €, gesunken. Wenn man nur jene Unternehmen berücksichtigt, für die im Sonderfragebogen Angaben sowohl für das Jahr 2000 als auch 2001 vorliegen, so beträgt der Rückgang der investierten Beträge im Median 18%. Die Entwicklung der PE-Investitionen war in Österreich aber stabiler als im europäischen Vergleich, für den die EVCA (2002) einen Rückgang von rund 31% angibt.³¹

Obwohl die investierten Beträge insgesamt gesunken sind, ist die Anzahl der berichteten, im Jahr 2001 finanzierten Beteiligungen von 118 im Jahr zuvor auf 173 angestiegen. Neben der besseren Erfassung der Aktivitäten ist ein Teil dieses Wachstums auf den jungen Entwicklungsstand des Marktes sowie die schlechten Exitbedingungen zurückzuführen. Die Anzahl der als Nachfolgeinvestitionen gemeldeten Beteiligungen stieg daher von 27 auf 64 an. Gleichzeitig nahm aber auch die Anzahl der neuen, erstmalig finanzierten Beteiligungen von 91 auf 109 zu. Das daraus folgende geringere durchschnittliche Investitionsvolumen je Beteiligung zeigt die zunehmende Vorsicht im Investitionsverhalten. Das kann z.B. dazu führen, dass Beteiligungen häufiger auf mehrere Investitionsrunden mit zwischenzeitlicher Überprüfung aufgeteilt werden (staging). Unter Berücksichtigung der gegenüber dem Vorjahr verbesserten Erfassung der PE-Aktivitäten, kann man aus den erhobenen Daten den Schluss ziehen, dass sich das schwache Beteiligungsumfeld im Jahr 2001 negativ auf die Mittelzuflüsse und die durchschnittliche Höhe der Investitionen ausgewirkt hat, während sich die Anzahl der Beteiligungen zumindest stabil entwickelte.

Finanzierungsinstrumente

Den Beteiligungsgesellschaften stehen zur Durchführung ihrer Investitionen unterschiedliche Finanzierungsinstrumente zur Verfügung. Kern klassischer Private Equity-Aktivitäten ist die

³¹ Eine direkte Berechnung der Veränderungsrate aus den EVCA-Daten ist nicht möglich, weil darin nicht für die Anzahl der erfassten Unternehmen kontrolliert wird.

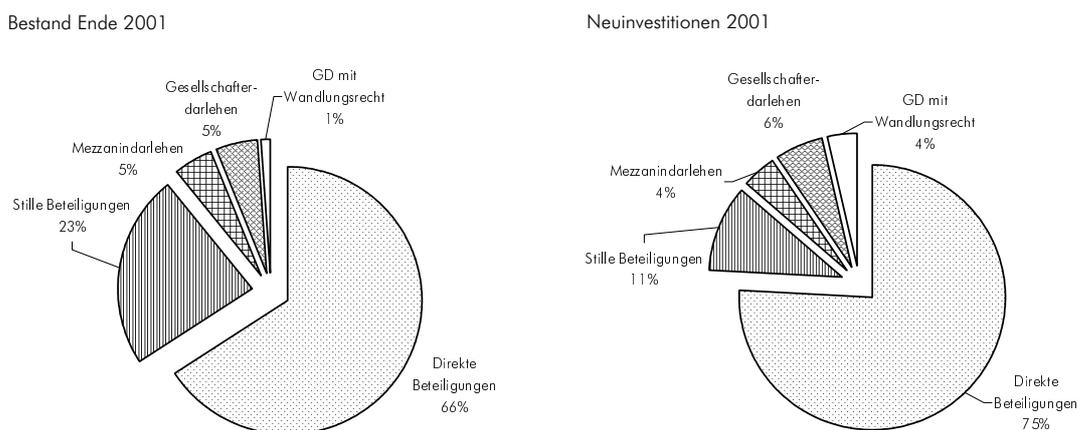
direkte Beteiligung, d.h. eine mit dem Erwerb von Beteiligungsansprüchen verbundene Zuführung von haftendem Eigenkapital. Zwei Drittel aller derzeit noch nicht realisierten Investitionen werden mit diesem Instrument finanziert (Abbildung 8). Bei den 2001 getätigten Neuinvestitionen liegt der Anteil mit 75% noch darüber. Wenn man PE-Gesellschaften im Einflussbereich öffentlicher Einrichtungen nicht berücksichtigt, dann steigt der Anteil der direkten Beteiligungen auf 80% der investierten Beträge (sowohl für Bestände als auch Neuinvestitionen). Im Regelfall handelt es sich dabei um Minderheitsbeteiligungen ohne Übernahme direkter unternehmerischer Aktivitäten, sodass der Handlungsspielraum des kapitalsuchenden Unternehmers gewahrt bleibt.³² Wesentliches Kennzeichen der Venture-Beteiligung ist dabei der Verzicht auf die Abschöpfung laufender Gewinne. Die Rendite wird über die spätere Veräußerung der Unternehmensanteile erzielt, während die in Wachstumsphasen besonders liquiditätsbeschränkten Unternehmen, ihren Cash-Flow reinvestieren können.

Die *stille Beteiligung* ist ein alternatives Finanzierungsinstrument, bei der sich ein stimmrechtsloser Gesellschafter gegen Anteil am Gewinn an der geschäftlichen Tätigkeit des Hauptgesellschafters beteiligt. Stille Gesellschafter haften in der Höhe ihrer Kapitaleinlage, sie sind aber von der Geschäftsführung ausgeschlossen. Nach außen tritt allein der Hauptgesellschaftler auf und er allein wird aus der Geschäftstätigkeit berechtigt oder verpflichtet. Für private Investoren ist dieses Finanzierungsinstrument wegen der fehlenden Mitbestimmungsmöglichkeiten und damit verbundener Prinzipal-Agent-Probleme wenig attraktiv. Allerdings wird diese Form der sehr „diskreten“ Unternehmensbeteiligung von halb-öffentlichen, vorwiegend regional tätigen Managementgesellschaften genutzt, weil auf diese Weise eine öffentliche Einflussnahme auf unternehmerische Entscheidungen ausgeschlossen werden kann. In dieser Gruppe sind stille Beteiligungen mit einem Anteil von 95% am Gesamtbestand der Investitionen die dominante Finanzierungsform. Allerdings scheint die direkte Beteiligung auch im öffentlichen Bereich an Bedeutung zu gewinnen, sodass nur mehr 80% der Neuinvestitionen im Jahr 2001 auf stille Beteiligungen und der Rest auf direkte Beteiligungen entfallen.

³² Allerdings können syndizierende Kapitalgeber trotz ihrer jeweiligen Minderheitsanteile zusammen eine Anteilsmehrheit halten.

Mezzaninkapital stellt eine Mischform zwischen Fremd- und Eigenkapital dar und wird auch als hybride, „eigenkapitalähnliche“ Finanzierungsart bezeichnet. Die Abgrenzung zu anderen Finanzierungsinstrumenten ist nicht immer eindeutig. Im Gegensatz zu stillen Beteiligungen wird es steuerrechtlich als Fremdkapital angesehen, das grundsätzlich als nachrangiger Kredit mit einer risikobedingt höheren Verzinsung gewährt wird. Unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten trägt es jedoch Züge von zeitlich befristetem Eigenkapital, dessen Verzinsung gewinnabhängig ist. Das Darlehen wird zudem meist mit einem Recht zu Gunsten des Investors verbunden, sich zu einem späteren Zeitpunkt am finanzierten Unternehmen zu beteiligen. Auf Mezzaninkapital entfallen rund 5% der von den PE-Gesellschaften investierten Mittel. Daneben ist Mezzaninkapital v.a. durch das auf diese Form der Finanzierung spezialisierte Seedfinancing Programm der Innovationsagentur von Bedeutung, das in den Daten dieser Erhebung nicht mitgezählt wurde.

Abbildung 8: Verteilung der PE-Mittel nach Finanzierungsinstrumenten

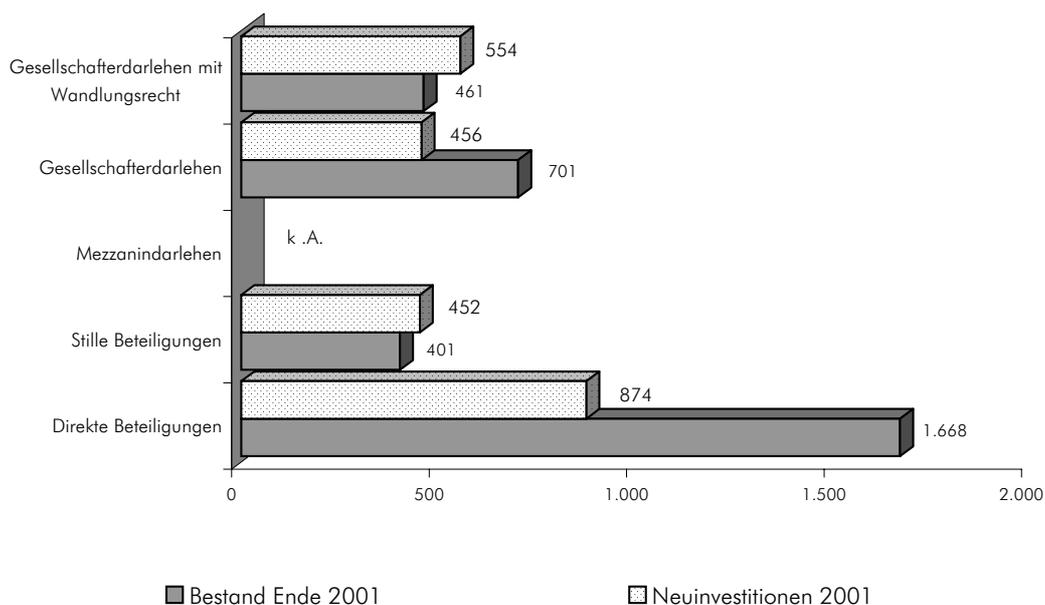


NB: 28 bzw. 30 Antworten.

Ergänzend zu den genannten eigenkapitalähnlichen Finanzierungsinstrumenten verwenden PE-Gesellschaften gelegentlich *Gesellschafterdarlehen*, durch die der Investor eine Doppelstellung als Eigen- und Fremdkapitalgeber zugleich einnimmt. Unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten tragen Gesellschafterdarlehen eigenkapitalähnliche Züge, weil sie i.d.R. als nachrangige Kredite angesehen werden. In Abgrenzung zur reinen Mezzaninfinanzierung ist die Verzinsung aber nicht gewinnabhängig. Im Rahmen der PE-Finanzierung werden Gesellschafterdarlehen z.B. dann eingesetzt, wenn ein kurzfristiger

Kapitalbedarf rasch und flexibel gedeckt werden muss. Dieser Fall kann etwa dann eintreten, wenn bei jungen Start-up Unternehmen vorübergehende Liquiditätsengpässe eintreten, die externe Kreditfinanzierung aber nicht möglich ist und eine Aufstockung des Gesellschafterkapitals zu lange dauern würde. Das Gesellschafterdarlehen wird daher häufig mit einem späteren Wandlungsrecht in Unternehmensanteile versehen. Ein weiteres Anwendungsgebiet ist z.B. die Finanzierung von Buy-Outs oder Buy-Ins, wo durch das Gesellschafterdarlehen der Eigenkapitalanteil des Managements in einer substantiellen Größenordnung erhalten werden kann. Gesellschafterdarlehen gehören nicht zum eigentlichen Geschäftsbereich der PE-Institutionen und werden daher als ergänzendes Instrument in der Beteiligungsfinanzierung verwendet. Das zeigt sich auch am geringen Anteil zwischen 6% und 10%.

Abbildung 9: Durchschnittliches Investitionsvolumen nach Finanzierungsinstrumenten in 1000 €



NB: 27 bzw. 29 Antworten.

Betrachtet man das Ausmaß der investierten Beträge je finanziertem Unternehmen, dann zeigt sich, dass v.a. die direkten Beteiligungen deutlich mehr Kapital in Bewegung setzen als alle anderen Finanzierungsinstrumente (Abbildung 9). Auch wenn die Bestandsdaten naturgemäß etwas größer ausfallen, bestätigt der Vergleich zwischen Neuinvestitionen und Gesamtbestand den zuvor erwähnten Rückgang in der durchschnittlichen Höhe der

Beteiligungen. Es ist ein Indiz dafür, dass im Jahr 2001 aufgrund des schwächeren Kapitalmarktumfelds vorsichtiger investiert wurde und Beteiligungen verstärkt in unterschiedliche Investitionsrunden mit zwischenzeitlicher Überprüfung der Unternehmensentwicklung auf mehrere Jahre aufgeteilt werden (staging).

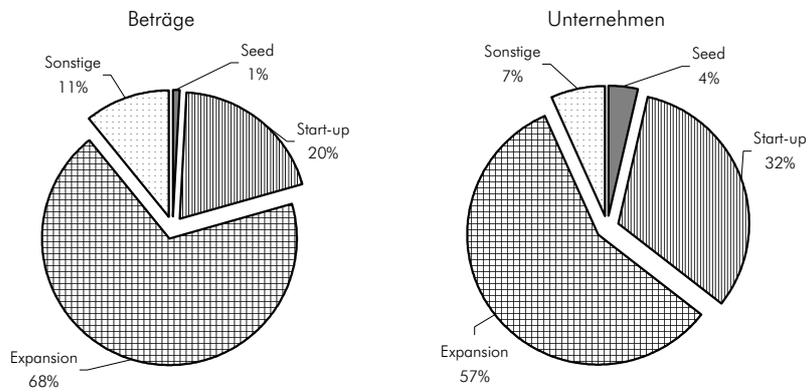
Phasen der Unternehmensentwicklung

Das Einsatzgebiet der PE-Investitionen erstreckt sich auf sehr unterschiedliche Phasen der Unternehmensentwicklung. Die *Seedfinanzierung* richtet sich auf die Vorgründungsphase eines Unternehmens, und hier besonders auf den Bedarf an Mitteln für Forschung, Konzeptentwicklung und Marktanalyse. In dieser Phase dominiert i.d.R. die Finanzierung über ersparte Eigenmittel und informelle Kanäle für Privatkapital (Verwandte, Freunde, Business Angels) sowie über öffentliche Förderungen. Nur in relativ wenigen Ausnahmefällen, das sind v.a. High-tech Projekte mit vergleichsweise hohem Finanzierungsbedarf, treten institutionelle PE-Gesellschaften in der Vorgründungsphase in Erscheinung. Von deren Neuinvestitionen im Jahr 2001 betrifft die Seedfinanzierung mit 2% der investierten Beträge rund 5% der Portfoliounternehmen (Abbildung 10). Außerhalb des eigentlichen PE-Marktes gibt es aber mit dem aus öffentlichen Mitteln betriebenen Seedfinancing Programm der Innovationsagentur ein wichtiges Förderinstrument für diese erste Entwicklungsstufe. Die zur Verfügung stehenden Daten lassen auf keine wesentlichen Überschneidungen mit den Tätigkeiten der PE-Gesellschaften schließen.

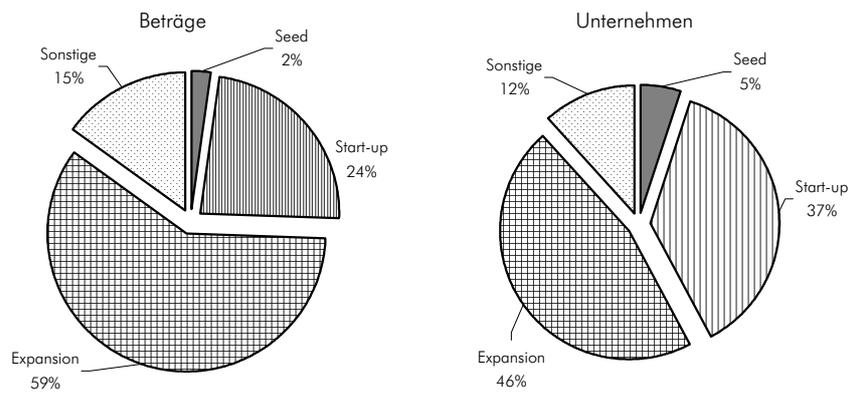
Die *Start-up Phase* betrifft die eigentliche Gründung sowie unter Einbeziehung der *Early Stage Phase*, die ersten Schritte zur kommerziellen Umsetzung einer Geschäftsidee. Vom Unternehmen werden zu diesem Zeitpunkt i.d.R. noch keine Gewinne erwartet, wohl aber die erfolgreiche Ersteinführung am Markt (etwa im Rahmen von Pilotprojekten mit ersten kommerziellen Kunden). In dieser Phase beginnt typischerweise das Interesse institutioneller Anbieter von Private Equity. Business Angels und andere informelle Finanzierungsquellen verlieren wegen des zunehmenden Kapitalbedarfs relativ an Bedeutung. Dennoch kann es in Randbereichen dieser Entwicklungsstufe der Unternehmen zu gewissen Überschneidungen der Interessen beider Investorengruppen kommen. In Österreich beträgt der Anteil von Start-up und daran anschließender Frühphasenfinanzierung am Gesamtportefeuille 20% bzw. 24% der im Jahr 2001 getätigten Investitionen. Im Median liegt das Alter dieser Unternehmen bei 2 Jahren.

Abbildung 10: Verteilung der Investitionen auf Phasen der Unternehmensentwicklung

Bestand Ende 2001: Österreich

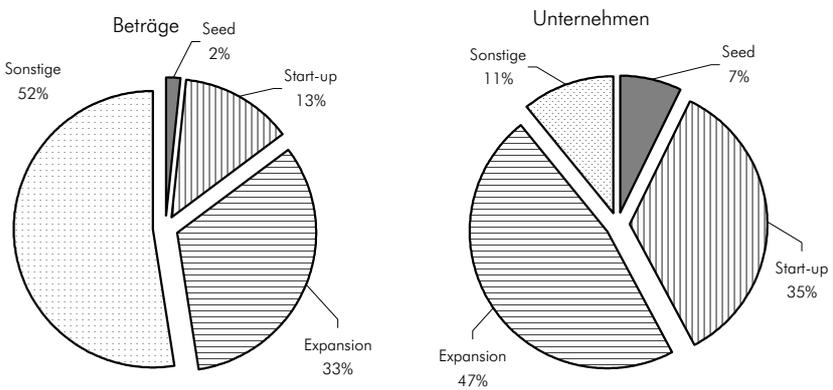


Neuinvestitionen 2001: Österreich



NB: 29 Antworten.

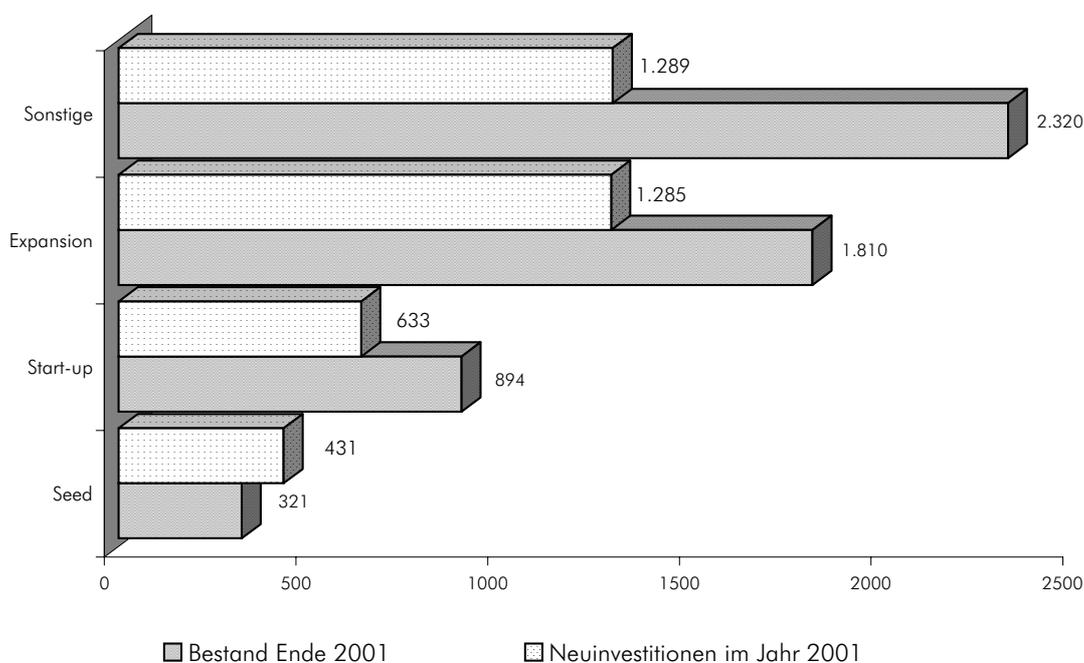
Neuinvestitionen 2001: Europäische Länder (EVCA)



Quelle: Halbjahreswerte aus EVCA, 2001B.

In der Hauptsache investieren die in Österreich tätigen institutionellen PE-Anbieter aber in Unternehmen, die nach Gründung, Produktentwicklung und erfolgreichen Markttests besonderes Potential für ein rasches Unternehmenswachstum zeigen. Mit einem Anteil von 68% am gesamten Bestand und von 59% an den im Jahr 2001 getätigten Neuinvestitionen entfällt der Großteil der investierten Beträge auf Unternehmen in der *Expansionsphase*. Sie ist typischerweise von einem großen Finanzierungsbedarf für die (internationale) Markterschließung und durch die Ausdehnung der Absatzkanäle eines als besonders leistungsfähig erkannten Produktes gekennzeichnet. Da sich der eigentliche Unternehmenswert noch überwiegend aus intangiblen Vermögenswerten und Entwicklungspotentialen zusammensetzt, bleibt die Besicherung von Krediten als Voraussetzung für die Aufnahme von Fremdkapital weiterhin sehr schwierig. Für einen Börsengang ist das Unternehmen noch zu klein und das Entwicklungspotential im anonymen Aktienhandel ohnedies zu wenig mess- und nachvollziehbar. Der Einsatz von Private Equity ermöglicht es, diese Potentiale in der Realität auf ihren Erfolg zu testen und bereitet auf diese Weise das Unternehmen für eine mögliche Börsenplatzierung vor. Das Median-Alter der Portfoliounternehmen in dieser Entwicklungsphase beträgt 8 Jahre.

Abbildung 11: Durchschnittliches Investitionsvolumen nach Entwicklungsphasen in 1000 €



NB: 29 Antworten.

In der Realität entsprechen viele Unternehmen natürlich nicht dieser idealtypischen, stetig und exponentiell ansteigenden Entwicklung. Fundamentale Unsicherheit als bestimmender Bestandteil unternehmerischen Handelns bedingt notwendigerweise auch Unterbrechungen, Korrekturen oder ein Scheitern. Solche Einschnitte und Umbrüche in der Unternehmensentwicklung bieten mitunter neue Chancen für risikobereite Anleger, in vermutete Wertsteigerungspotentiale des Unternehmens zu investieren. Neben der Übernahme bestehender Kapitalbeteiligungen anderer Investoren bzw. der Refinanzierung von Bankschulden (Replacement Capital) fallen in diese Kategorie v.a. Management Buy-Out (MBO) und Management Buy-In (MBI), d.h. die Übernahme eines bestehenden Unternehmens durch Teile des eigenen bzw. unternehmensfremden Managements gemeinsam mit institutionellen Investoren. In Österreich sind diese Aktivitäten vergleichsweise wenig ausgeprägt. Der Einsatz von Replacement Capital wurde nur ein einziges Mal berichtet und wird daher aus Geheimhaltungsgründen nicht gesondert dargestellt. Gemeinsam mit MBOs und MBIs entfallen 15% der im Jahr 2001 neu getätigten Investitionen auf diese sonstigen Verwendungsarten.

Vergleicht man diese Ergebnisse mit den Halbjahresdaten der EVCA für 22 Europäische Länder (EVCA, 2001B), dann besteht der wichtigste Unterschied Österreichs im geringen Ausmaß von MBOs, MBIs und sonstigen Finanzierungsanlässen in späteren Entwicklungsphasen der Unternehmen. Dieser Unterschied wirkt sich v.a. bei den investierten Beträgen, jedoch weniger bei den Anteilen an den finanzierten Unternehmen aus. Der Anteil der Seedphase entspricht in etwa dem europäischen Durchschnitt, während der Start-up und v.a. der Expansionsfinanzierung in Österreich ein größeres Gewicht zukommt. Die durchschnittliche Höhe des Investments steigt ebenso wie der Finanzierungsbedarf mit fortlaufender Entwicklung des Unternehmens an (Abbildung 11). Am geringsten ist das finanzielle Engagement in der Seedphase, während die Kosten für den Erwerb von Unternehmensanteilen bereits in der Start-up- und noch mehr in der Expansionsphase beträchtlich ansteigen.

Größenklassen und Branchenstruktur

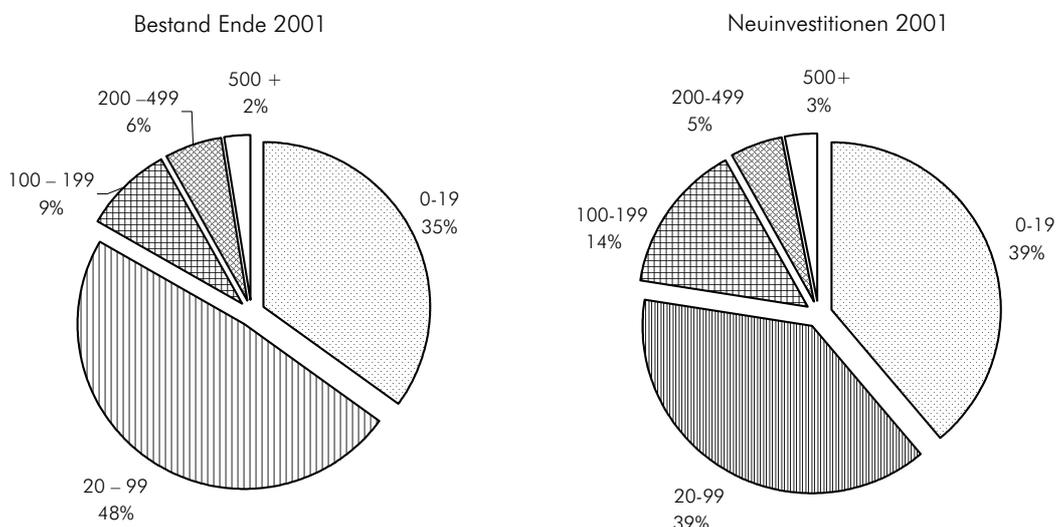
Private Equity-Gesellschaften sind darauf spezialisiert, in Unternehmen mit Wertsteigerungspotential zu investieren, die ihren Finanzierungsbedarf über herkömmliche

Kapitalmärkte wie Börse und Kreditfinanzierung nicht hinreichend abdecken können.³³ Die Erwartung, dass PE daher vorwiegend in kleinen und mittelgroßen Unternehmen zum Einsatz kommt, wird in der Erhebung bestätigt. 35% aller Portfolio-Unternehmen haben weniger als 20 Beschäftigte (Abbildung 12). Obwohl das durchschnittliche Investment je Unternehmen mit Abstand am geringsten ist (Abbildung 13), entfallen auf sie rund 20% des investierten Kapitals. In der Größenklasse von 20 bis 99 Beschäftigten befinden sich 48% der Portfolio-Unternehmen, die gemeinsam 51% der investierten Beträge auf sich ziehen konnten. Vor allem jene Gesellschaften, die im öffentlichen Einflussbereich stehen, engagieren sich fast ausschließlich in Unternehmen mit weniger als 100 Beschäftigten. Davon entfallen 77% auf Unternehmen mit weniger als 20 Beschäftigten. Im europäischen Vergleich (EVCA, 2001A) fällt v.a der größere Anteil kleiner und mittelständischer Unternehmen mit 20 bis 200 Beschäftigten auf.

Das Chancen-Risikoprofil von großer Unsicherheit und hohem Wertsteigerungspotential trifft am häufigsten auf junge technologieorientierte Unternehmen zu. Funktionierende PE-Märkte können daher einen wesentlichen Beitrag zum gesamtwirtschaftlichen Strukturwandel leisten. Von den befragten Managern werden rund 60% der finanzierten Unternehmen als „High-tech“ eingeschätzt. Im europäischen Durchschnitt sind es nur 50% (EVCA, 2001B). Obwohl bei subjektiven Einschätzungen die Vergleichbarkeit über unterschiedliche Kulturräume hinweg an schwer überprüfbare Grenzen stößt, ist dieses Resultat mit dem größeren Gewicht der Frühphasen- und Expansionsfinanzierung in Österreich konsistent. Denn mit zunehmender Reife der Unternehmensentwicklung steigt auch der Anteil jener Projekte, die nicht als besonders technologieorientiert eingestuft werden (Abbildung 14).

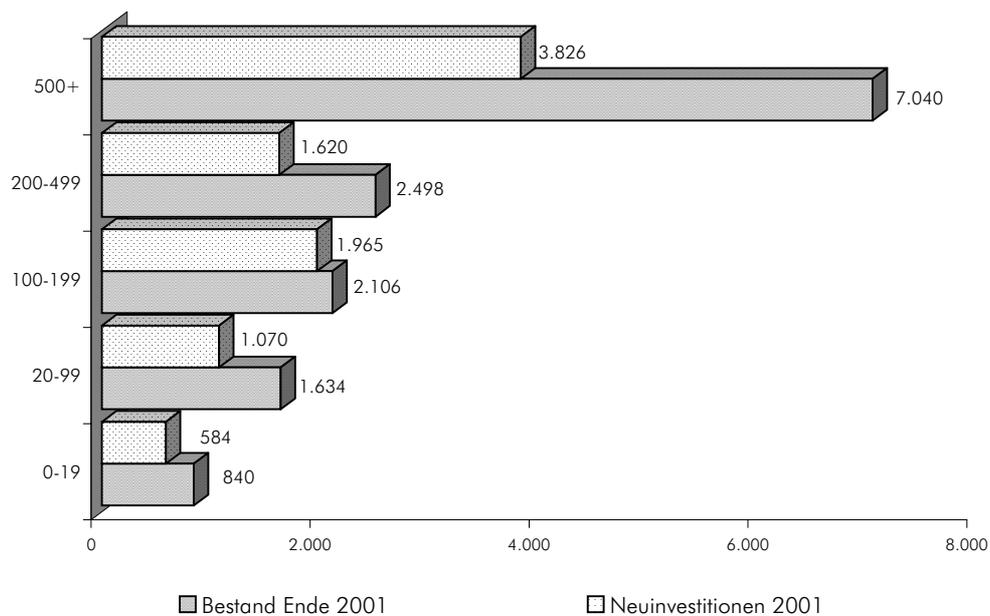
³³ Diese Erklärung nennt bereits zwei wesentliche Gründe, warum die Wahrscheinlichkeit einer Beteiligung mit zunehmender Unternehmensgröße abnimmt. Erstens steigt mit zunehmender Unternehmensgröße der Umfang besicherbaren materiellen Vermögens bzw. auf anonymen Beteiligungsmärkten nachvollziehbarer Unternehmenswerte. Zweitens zeigen empirische Untersuchungen, dass kleine Unternehmen (*ceteris paribus* und sofern sie überleben) schneller wachsen als große Unternehmen (Peneder – Pfaffermayr, 2002).

Abbildung 12: Verteilung der PE-Beteiligungen nach Anzahl der Beschäftigten im Unternehmen



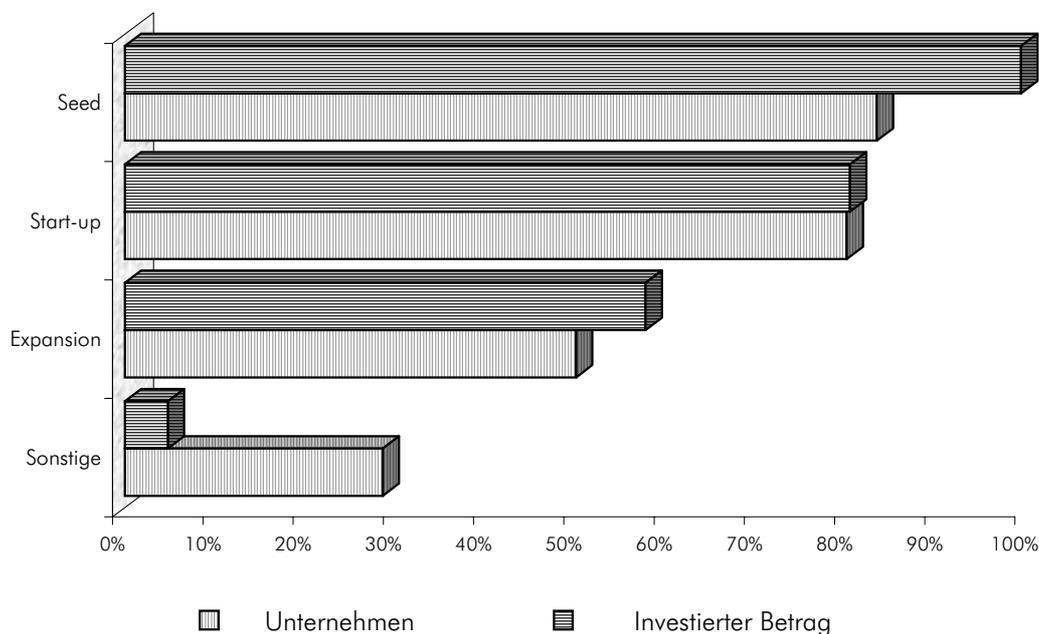
NB: 29 bzw. 26 Antworten.

Abbildung 13: Durchschnittliches Investitionsvolumen nach Anzahl der Beschäftigten in den finanzierten Unternehmen in 1000 €



NB: 26 Antworten.

Abbildung 14: Anteil der Hochtechnologie nach Entwicklungsphasen der Unternehmen



NB: 24 Antworten.

Über die einfache High-tech-Unterscheidung hinausgehend wurde auch nach einer konkreten Zuordnung der Portfolio-Unternehmen auf einzelne Sektoren gefragt, wobei aus Gründen der Vergleichbarkeit die Branchengliederung der EVCA übernommen wurde. Mit Anteilen von mehr als 10% sowohl an den investierten Beträgen als auch an der Anzahl der Unternehmen sind die Bereiche „Kommunikationstechnologien“, „Computer und verwandte Branchen“ sowie „industrielle Produkte und Dienstleistungen“ die wichtigsten Zielsektoren für eine Finanzierung durch PE-Gesellschaften (Übersicht 2). Vor allem in den computerbezogenen Branchen, die neben Hardware und Mikroprozessortechnologie auch Software und verwandte Dienstleistungen umfassen, ist der Anteil bei den Neuinvestitionen im Jahr 2001 besonders stark angestiegen und liegt deutlich über dem von der EVCA (2001B) berichteten europäischen Vergleichswert von knapp 14%. In der Biotechnologie entspricht der Anteil an den investierten Beträgen dem europäischen Durchschnitt, während der Anteil an den finanzierten Unternehmen geringer ist. Auffallend klein sind in Österreich die Anteile der Investitionen in Konsumgüterbranchen, die im ersten Halbjahr 2001 in der EU ein Viertel der investierten Beträge auf sich ziehen konnten.

Übersicht 2: Die sektorale Verteilung der österreichischen PE-Investitionen

Bestand Ende 2001	Investierter Betrag		Projekte		Inv/Projekt
	in 1000 €	in %	Anzahl	in %	in 1000 €
Kommunikationstechnologien	48.152	13,2	27	10,7	1.783
Computer	43.515	12,0	43	17,1	1.116
Elektronik	15.183	4,2	17	6,7	1.012
Biotechnologie	11.733	3,2	12	4,8	1.173
Medizin	7.632	2,1	7	2,8	1.272
Energie	k.A.	k.A.	1	0,4	k.A.
Konsum	21.499	5,9	26	10,3	977
Industrieprodukte & -leistungen	43.930	12,1	18	7,1	3.138
Chemische Erzeugnisse	3.790	1,0	3	1,2	3.790
Industrielle Automation	7.087	1,9	6	2,4	1.181
Herstellung (sonstige)	16.149	4,4	26	10,3	646
Transportwesen	0	0,0	0	0,0	-
Finanzdienstleistungen	k.A.	k.A.	2	0,8	k.A.
sonstige Private Equity Funds	33.800	9,3	10	4,0	3.380
Landwirtschaft	0	0,0	0	0,0	-
Bauwesen	19.657	5,4	8	3,2	2.457
Dienstleistungen (sonstige)	14.344	3,9	10	4,0	1.434
Andere	68.142	18,7	36	14,3	1.893
Gesamt	363.713	100,0	252	100,0	1.443
<i>Neuinvestitionen 2001</i>					
Kommunikationstechnologien	17.715	15,5	14	13,7	1.265
Computer	32.148	28,1	31	30,4	1.037
Elektronik	2.756	2,4	6	5,9	459
Biotechnologie	4.191	3,7	4	3,9	1.048
Medizin	6.503	5,7	8	7,8	813
Energie	0	0,0	0	0,0	-
Konsum	k.A.	k.A.	2	2,0	k.A.
Industrieprodukte & -leistungen	14.858	13,0	7	6,9	2.123
Chemische Erzeugnisse	0	0,0	0	0,0	-
Industrielle Automation	5.581	4,9	4	3,9	1.395
Herstellung (sonstige)	5.491	4,8	7	6,9	784
Transportwesen	0	0,0	0	0,0	-
Finanzdienstleistungen	3.456	3,0	3	2,9	1.152
sonstige Private Equity Funds	7.638	6,7	5	4,9	1.528
Landwirtschaft	0	0,0	0	0,0	-
Bauwesen	k.A.	k.A.	2	2,0	k.A.
Dienstleistungen (sonstige)	0	0,0	0	0,0	-
Andere	4.933	4,3	9	8,8	548
Gesamt	114.407	100,0	102	100,0	1.122

NB: Bestände: 25 bzw. 29 Antworten; Neuinvestitionen: je 26 Antworten; Inv/Proj sind bereinigt;
k.A.: keine Angabe über Beträge, wenn weniger als 3 Projekte angegeben wurden.

Regionale Verteilung

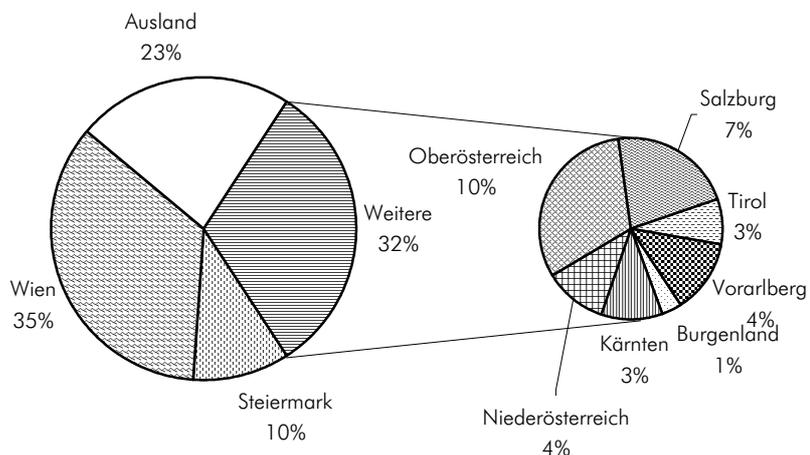
Die Sondererhebung erlaubt auch eine Aufteilung der Private Equity-Investitionen hinsichtlich der Verteilung der Portfolio-Unternehmen nach Bundesländern. Ansatzweise kann damit die Hypothese überprüft werden, dass PE-Investitionen Agglomerationseffekte nutzen und damit v.a. die zentralen Wirtschaftsräume weiter stärken (Schühler, 1999; Keuschnigg – Strobel, 2000).

Weniger als ein Viertel der in der Befragung erfassten PE-Investitionen geht ins Ausland. Bei den Neuinvestitionen im Jahr 2001 ist dieser Anteil sogar auf 14% zurückgegangen (Abbildung 15). Innerhalb Österreichs kann Wien rund ein Drittel der Investitionen auf sich ziehen und ist damit mit Abstand der größte Nutznießer des PE-Angebots. Gemessen an den Anteilen am Brutto-Inlandsprodukt liegt die Bundeshauptstadt ebenfalls voran (Abbildung 16). In der Tendenz wird damit die Agglomerationshypothese bestätigt. Daneben können aber auch Salzburg, Vorarlberg und die Steiermark im Verhältnis zum Bundesländer-BIP überdurchschnittliche Investitionsanteile auf sich ziehen. Auffallend gering ist der Anteil am BIP in Tirol und Niederösterreich.

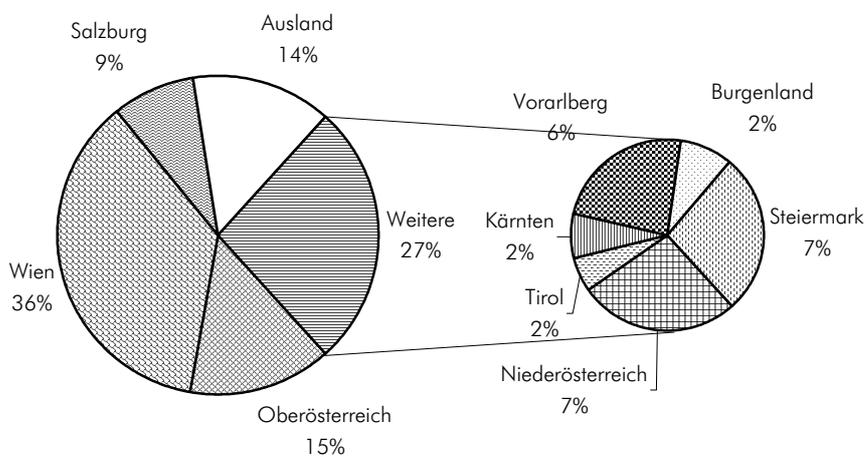
Die Bundesländer unterscheiden sich auch in Bezug auf die durchschnittliche Größe der Investitionen je Unternehmen (Abbildung 17) sowie deren Verteilung auf unterschiedliche Phasen der Unternehmensentwicklung (Übersicht 3). Am geringsten sind die investierten Beträge je Unternehmen in Niederösterreich und Tirol, was aber v.a. darauf zurückzuführen ist, dass in beiden Bundesländern keine Buy-Outs oder ähnliche, auf die Umstrukturierung größerer Unternehmen bezogene, Projekte finanziert wurden. Am größten ist der Anteil der sonstigen, weder der Frühphase- noch der Expansionsfinanzierung zurechenbarer Projekte in Kärnten. Seedfinanzierungsprojekte sind lediglich in den Bundesländern Burgenland, Oberösterreich, Salzburg und Wien anzutreffen. Mit einem Anteil von über 40% an der Gesamtzahl der finanzierten Unternehmen nimmt die Start-up Finanzierung in Salzburg, Tirol, Steiermark und Wien einen relativ großen Stellenwert ein. In praktisch allen Bundesländern kommt der Expansionsfinanzierung der größte Stellenwert zu.

Abbildung 15: Verteilung der investierten Beträge nach Bundesländern

Bestand 2001

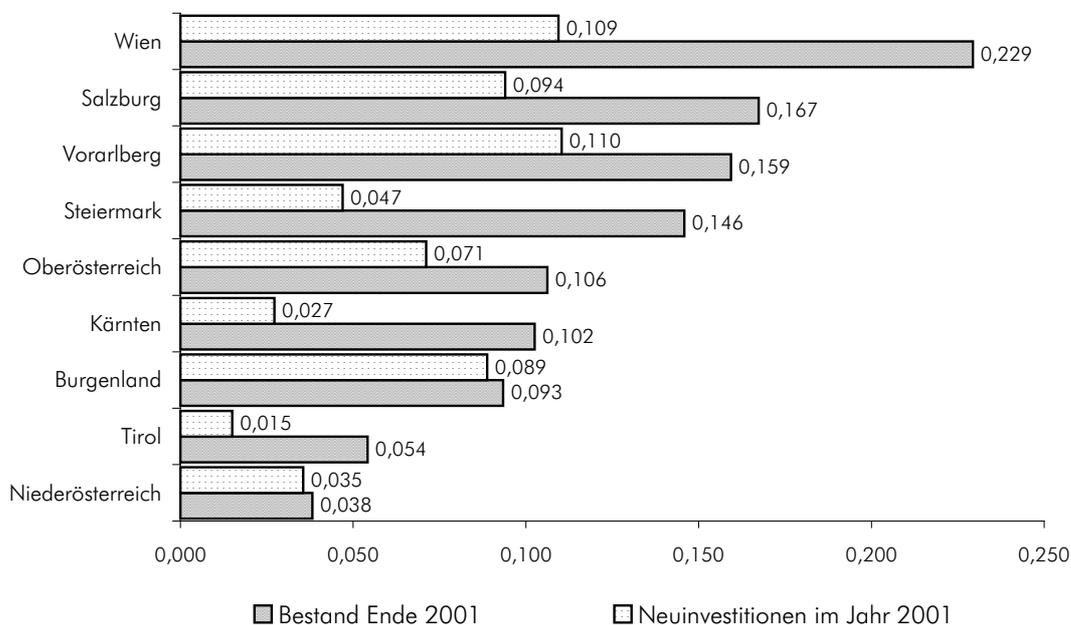


Neuinvestitionen 2001



NB: 27 Antworten.

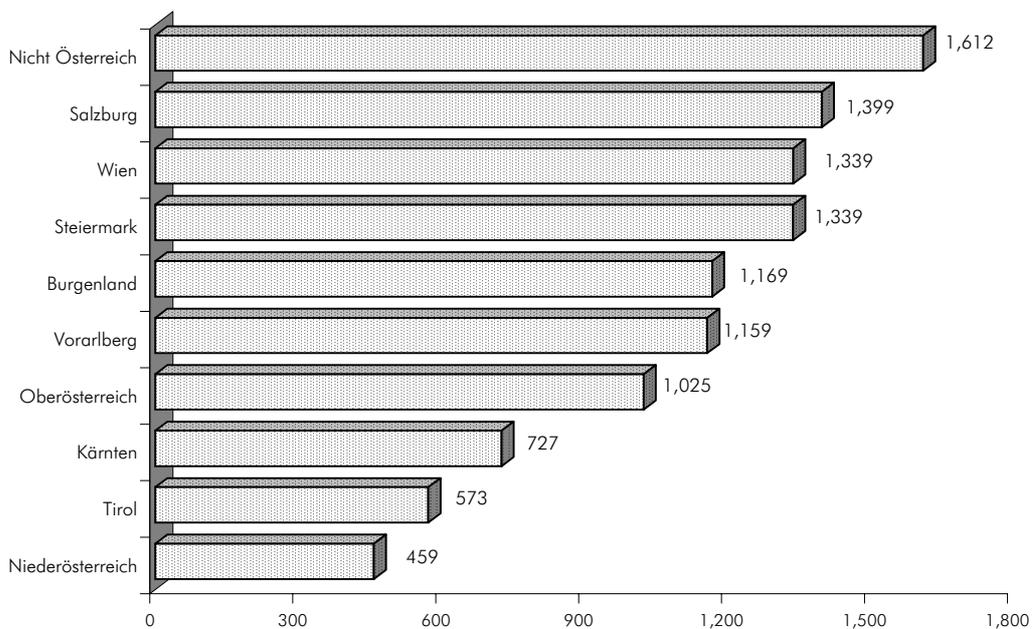
Abbildung 16: PE-Investitionen in Prozent des BIP nach Bundesländern im Jahr 2001



NBNB:

27 Antworten; BIP der Bundesländer für 2001 real zu Preisen von 1995.

Abbildung 17: Durchschnittliches Investitionsvolumen je Beteiligung in 1000 €



NB: 27 Antworten; BIP der Bundesländer für 2001 derzeit nur real, zu Preisen von 1995 verfügbar.

Übersicht 3: Verteilung des Bestands aller Ende 2001 noch nicht abgeschichteten Investitionen

	Seed	Start-up	Expansion	Sonstige	Gesamt
<i>Investitionen</i>	in %				
Burgenland	9,8	19,7	70,5	0,0	100,0
Kärnten	0,0	5,3	60,1	34,6	100,0
Niederösterreich	0,0	21,0	79,0	0,0	100,0
Oberösterreich	1,9	2,1	90,3	5,7	100,0
Salzburg	2,6	38,7	45,7	13,0	100,0
Steiermark	0,0	7,2	75,4	17,5	100,0
Tirol	0,0	33,8	66,2	0,0	100,0
Vorarlberg	0,0	27,6	55,6	16,8	100,0
Wien	0,0	21,9	65,7	12,3	100,0
Ausland	1,4	23,0	69,8	5,9	100,0
Gesamt	0,8	19,7	68,6	10,8	100,0
<i>Anzahl der Unternehmen</i>					
Burgenland	33,3	33,3	33,3	0,0	100,0
Kärnten	0,0	14,3	71,4	14,3	100,0
Niederösterreich	0,0	21,4	78,6	0,0	100,0
Oberösterreich	10,0	10,0	72,5	7,5	100,0
Salzburg	4,2	62,5	29,2	4,2	100,0
Steiermark	0,0	41,7	50,0	8,3	100,0
Tirol	0,0	42,9	57,1	0,0	100,0
Vorarlberg	0,0	27,3	63,6	9,1	100,0
Wien	1,5	40,3	49,3	9,0	100,0
Ausland	2,6	23,7	68,4	5,3	100,0
Gesamt	3,6	31,8	57,8	6,7	100,0

NB: 27 Antworten.

5. Fazit

1. Im Verhältnis zum gesamten Finanzierungssystem ist Private Equity ein sehr kleines Segment, das jedoch genau an der kritischen Schnittstelle von Innovation, Finanzierung und Marktsteuerung angesiedelt ist. Private Equity und Venture Capital sind daher ein wichtiges Instrument zur Beschleunigung des Strukturwandels in Österreich.
2. Trotz der Fortschritte in den letzten Jahren hat sich an der schlechten relativen Position des österreichischen Beteiligungsmarktes in Europa wenig verändert. Der Anteil der PE-Investitionen am BIP hat im Jahr 2001 nur 0,075% betragen. Die wesentlichen Ursachen sind angebotsseitig im traditionell kreditorientierten Finanzierungssystem und nachfrageseitig in den realwirtschaftlichen Strukturproblemen (insbesondere dem geringen Umfang der Hochtechnologiesektoren) sehr tief verwurzelt. Ein Aufholen gegenüber führenden europäischen Ländern ist daher nur langfristig erzielbar.
3. Der österreichische Private Equity und Venture Capital Markt war 2001 vom schlechten Kapitalmarktumfeld betroffen, dürfte diese konjunkturbedingte Schwäche aber relativ gut überstehen. Die Zufuhr neuen Kapitals ist zwar deutlich zurückgegangen, trotzdem waren Ende 2001 aufgrund des Überhangs bei der Mittelaufbringung in den vorangehenden Jahren weniger als die Hälfte der verwalteten Fondsmittel bereits investiert. Der Rückgang der investierten Beträge war geringer als in Gesamteuropa und die Anzahl der erstmaligen Beteiligungen blieb stabil. Das schwache Kapitalmarktumfeld hat sich somit negativ auf das Kapitalangebot und die durchschnittliche Höhe der Beteiligungen ausgewirkt, aber nicht auf die Anzahl der finanzierten Unternehmen. Trotz der schwierigen Ausgangslage zeigen die Daten insgesamt das Bild eines jungen, sich aber entwickelnden Marktes.
4. Der Anteil der dominierenden Banken als Kapitalgeber ist sehr hoch, andere institutionelle Anleger – insbesondere Pensionsfonds – sind noch kaum als Investoren aufgetreten. Auch der Anteil des öffentlichen Sektors ist in Österreich derzeit noch überdurchschnittlich. Auf den entwickelteren Märkten in Europa war das Engagement von Pensionsfonds und Versicherungen in den letzten Jahren ausschlaggebend für eine hohe Kapitalzufuhr. Aufgrund der hohen Investitionsvolumina und der langfristig orientierten Anlagepolitik sind sie auch die idealen Partner für eine stabile Entwicklung auf der Angebotsseite. Die Liberalisierung der Veranlagungsbestimmungen war ein

erster Schritt zu einem stärkeren Auftreten dieser Investorengruppe auch in Österreich. Für die Erreichung internationaler Standards sind weitere Anstrengungen notwendig.

5. Eine Schwäche des österreichischen PE-Marktes liegt in der Struktur der Beteiligungsgesellschaften selbst. Aufgrund des kleinen Marktes und der noch jungen Entwicklung sind sie relativ klein, Größenvorteile und Spezialisierungen können dadurch nicht ausgenutzt werden. Eine stärkere Internationalisierung der PE-Gesellschaften kann diese Größennachteile teilweise wettmachen. Anzustreben wäre auch eine Stärkung der Gesellschaften durch Maßnahmen im Bereich der Ausbildung der Fondsmanager.
6. Im Vergleich zum europäischen Durchschnitt zielt der österreichische Private Equity Markt stärker auf Start-up- und v.a. Expansionsfinanzierung ab, während MBOs, MBIs und andere Finanzierungsformen in späteren Entwicklungsphasen weit weniger Gewicht haben. Dieser Aspekt sollte auch in internationalen Vergleichen stärker berücksichtigt werden. Denn der österreichische PE-Markt trifft damit genauer in die von der „Finanzierungslücke“ betroffenen Phasen der Entwicklung junger Wachstumsunternehmen. Darauf weist auch der größere Anteil von KMUs an den investierten Beträgen hin.
7. Die Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft (MFG) ist die vorherrschende privatrechtliche Organisationsform für Beteiligungsgesellschaften bzw. -fonds. In ihr werden steuerliche Anreize mit Beschränkungen im Beteiligungsverhalten verbunden. Im Sinne der vom Gesetzgeber beabsichtigten Lenkungseffekte und im Hinblick auf die gegebenenfalls von der EU-Kommission zu beurteilende Beihilfenfähigkeit müssen diese auf ein möglichst großes Gewicht jener Geschäftstätigkeiten (KMU, Frühphasen- und Wachstumsfinanzierung) abzielen, die von Problemen des Marktversagens betroffen sind. Zur Stärkung des in Österreich noch wenig entwickelten Marktes für MBOs, MBIs und sonstiger Finanzierungsanlässe sollte man alternative Rechtskonstruktionen wie die Kommanditgesellschaft (KG) auf ihre PE-Tauglichkeit überprüfen.
8. Der Anteil der Seedfinanzierung am Private Equity Markt ist in Österreich ebenso wie im europäischen Vergleich sehr klein. Gerade in diesem Bereich ist das Marktversagen aber am stärksten ausgeprägt und öffentliche Fördereinrichtungen werden deshalb weiterhin von Bedeutung bleiben. Allerdings sollten verstärkt Anreize für die Beteiligung von privaten Ko-Investoren geschaffen werden. Dadurch würde auch der Lückenschluss zwischen der Anschubfinanzierung durch die öffentlichen Förderinstitutionen und dem effektiven Einsatz von Private Equity über die Beteiligungsgesellschaften forciert.

Literaturhinweise

- Aders, D., „Bewertung von Wachstumsunternehmen – The dark side of valuation?“, Vortrag im Börsenverein Mainhattan e.V., J.W. v. Goethe Universität Frankfurt, Jänner, 2002.
- Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation (AVCO), White Paper. Bessere Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital in Österreich, Wien, Februar 2002.
- Bagyan, G., Freudenberg, M., "The Internationalisation of Private Equity Activity in OECD Countries: Implications for Measurement and Policy", OECD, STI Working Papers 2000/7.
- BCG (Boston Consulting Group), Nebenbahn oder Lebensader? Chancen für den Kapitalmarkt in Österreich, BCG Report, Wien, 2001.
- Belke, A., Fehn, R., Foster, N., Venture Capital Investment and Labor Market Performance: A Panel Data Analysis, CESifo Working Paper No. 652, München, 2002.
- Black, B.S., Gilson, R.J., "Private Equity and the structure of capital markets: Banks versus stock markets", Journal of Financial Economics, 47, 1998, S. 243-277.
- Bousek, H., Ehringer, G., Wertsteigerung durch Private Equity, [www.investmezzanin.at.](http://www.investmezzanin.at/), 2000.
- Botazzi, L., Da Rin, M., "Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies", Economic Policy, 34, 2002, S. 231-263.
- Braumann, W., "Die Mobilisierung von Beteiligungskapital durch neue Garantie- und Förderungsinstrumente", in: Stadler, W. (Hrsg.), Beteiligungsfinanzierung – Neues Chancenkapital für Unternehmen, 2. erweiterte und aktualisierte Ausgabe, Manz-Verlag, Wien, 1999, S. 102-116.
- Buchinger, S. (Hg), Gründerland Österreich, Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit, Wien, 2002.
- Carpenter, R.E., Petersen, B.C., "Capital Market Imperfections, High-Tech Investment, and New Equity Financing", The Economic Journal, Vol. 112, 2002, S. 54-72.
- Engel, D., The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation, ZEW Discussion Paper No. 02-02, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim, 2002.
- Europäische Kommission, Risikokapital: Schlüssel zur Schaffung von Arbeitsplätzen. Umsetzung des Aktionsplans, Beiheft A Wirtschaftsanalysen, Nr. 12, Dez. 1999.
- Europäische Kommission (2001A), Mitteilung über die Umsetzung des Risikokapital-Aktionsplans (RCAP), KOM (2001) 605.
- Europäische Kommission (2001B), Staatliche Beihilfen und Risikokapital, Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, C 235.
- European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), The Economic Impact of Private Equity in Europe, 1996.
- European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA 2001A), EVCA Yearbook 2001. Annual Survey of Pan-European Private Equity & Private Equity Activity, Brussels, 2001.

- European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA 2001B), Mid Year Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity, Brussels, 2001.
- European Private Equity and Venture Capital Association, 2nd Highest Year for the European Private Equity Industry, Press Release, Brussels, 28 May, 2002.
- Fiala, G., "Börseninnovation für Mittelständische Wachstumsunternehmen", in: Handler, H. (Hg), *Wirtschaftsstandort Österreich*, Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit, Wien, 1998, S. 255-269.
- Gompers, P., Lerner, J., "The Private Equity Cycle", MIT Press, Cambridge, MA, 1999.
- Gompers, P., Lerner, J., "The Private Equity Revolution", *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 2001, S. 145-168.
- Hahn, F., Glauning, U., *Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsströme*, WIFO, Wien, 2001.
- Handler, H. (Hg), *Wirtschaftsstandort Österreich*, Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit, Wien, 1998.
- Handler, H., Stadler, W., (Hg), *Kapitalmarkt Österreich*, BMWA, Wien, 2002.
- Hartmann – Wendels, T., Pfingsten, A., Weber, M., *Bankbetriebslehre*, Springer, Berlin, 1998.
- Häupler, J., *Virtuelle Marktplätze für Private Equity – Neue Formen der Intermediation bei vorbörslichen Finanzierungen*, Dissertation, Wien, 2001.
- Imo, C., "Die Zukunftsstrategie der neuen Wiener Börse innerhalb eines globalen Finanzmarktes", in: Stadler, W. (Hrsg.), *Beteiligungsfinanzierung – Neues Chancenkaptal für Unternehmen*, 2. erweiterte und aktualisierte Ausgabe, Manz-Verlag, Wien, 1999, S. 216-225.
- Jani, W., *Private Equity in Österreich im internationalen Blickfeld*, Diplomarbeit, Universität Wien, 1999.
- Jeng, L.A., Wells, P.C., "The determinants of Private Equity funding: evidence accross countries", *Journal of Corporate Finance*, 6, 2000, S. 241-289.
- Jörg, L., Jud, T., *Maßnahmenvorschläge zur Verbesserung der Frühphasenfinanzierung innovativer KMUs in Österreich*, Technopolis, Wien, 2000.
- Jud, T., Kremshofer, A., *Das österreichische Innovationsfinanzierungssystem. Eine theoretisch – empirische Analyse*, Joanneum Research (InTeReg), Wien, 1997.
- Jud, T., Kremshofer, A., *Der Österreichische Beteiligungsmarkt. Eine Beobachtung des Beteiligungsangebots, der Beteiligungspraxis und ihrer zeitlichen Entwicklung*, Joanneum Research (InTeReg), Wien, 2000.
- Keuschnigg, C., "The optimal number of firms in a Private Equityist´s Portfolio", *Volkswirtschaftliche Reihe* Nr. 0012, Universität des Saarlandes, 2000.
- Keuschnigg, C., Strobel, P., und Tykvová, T., "Wagniskapital für das Saarland. Zur Finanzierung von Unternehmensgründungen und deren arbeitsmarktpolitische Wirkung", Working paper, Universität des Saarlandes, 1999.
- Keuschnigg, C., Strobel, P., "Wagniskapital zur Finanzierung innovativer Unternehmensgründungen", *Wirtschaftspolitische Blätter*, 47(2), 2000, S. 193-201.

- Koo, R., "Venture Finanzierungen – Ein Leitfaden für Unternehmer und Risikokapitalgeber", in: Stadler (1999), S. 61-86.
- Kortum, S., Lerner, J., "Does Private Equity Spur Innovation?", National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 6848, 1998.
- Lenzinger, T., "Erfahrungen bei der Einführung eines Beteiligungsfonds", in: Stadler, W. (Hrsg.), *Beteiligungsfinanzierung – Neues Chancenkapi-tal für Unternehmen*, 2. erweiterte und aktualisierte Ausgabe, Manz-Verlag, Wien, 1999, S. 117-125.
- Mann, P.E., "Regionale Mittelstandsbeteiligungen in Österreich", in: Stadler, W. (Hrsg.), *Beteiligungsfinanzierung – Neues Chancenkapi-tal für Unternehmen*, 2. erweiterte und aktualisierte Ausgabe, Manz-Verlag, Wien, 1999, S. 126-136.
- OECD, *Venture Capital and Innovation*, OECD, GD(96)168, Paris, 1996.
- OECD, *Growth Project, Draft Ministerial Paper*, Paris, 2001.
- Peneder, M. (2001A), "Eine Neubetrachtung des 'Österreich-Paradoxon'", *WIFO-Monatsberichte*, 74 (12), 2001, pp. 737-748.
- Peneder, M. (2001B), *Entrepreneurial Competition and Industrial Location*, Edward Elgar, Cheltenham, UK.
- Peneder, M., Pfaffermayr, M., "Gründungen und Wachstum in Wien: eine unternehmensdemographische Untersuchung", in: Buchinger, S., *Gründerland Österreich*, BMWA, Wien, 2002.
- Rajan, R.G., Zingales L., "Financial Systems, Industrial Structure, and Growth", *Oxford Review of Economic Policy*, 17 (4), 2001, S. 467-482.
- Schertler, A., "Private Equity Contracts: A Survey of the Recent Literature", *Kieler Arbeitspapiere*, Nr. 1017, 2000.
- Schertler, A., *Venture Capital in Europe's Common Market: A Quantitative Description*, Kiel Working Paper no. 1087, 2001.
- Schumpeter, J.A. (1911/1934), *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, 4th ed., Duncker & Humblot, Berlin.
- Schüh-sler, H., "Finanzierungen mit Venture Capital: Erfolgskriterien und Entwicklungsmöglichkeiten in Österreich", in: Stadler, W. (Hrsg.), *Beteiligungsfinanzierung – Neues Chancenkapi-tal für Unternehmen*, Manz-Verlag, Wien, 1999, S. 50-60.
- Springer, W., "Finanzierung über Marktkapital bei Jungunternehmen", in: Buchinger, S., *Gründerland Österreich*, BMWA, Wien, 2002, S. 67-77.
- Springer, W., (Hg), *Factbook. Beteiligungskapital in Österreich*, Wien, 2000.
- Stadler, W., (Hg.), *Beteiligungsfinanzierung. Neues Chancenkapi-tal für Unternehmen*, MANZ, Wien, 1999.
- Steinbock, E., "Innovation, technology and risk capital", *European Commission, Enterprise Papers* 5, 2001.
- Storey, D.J., *Understanding the Small Business Sector*, Thomson, London, 1994.
- Waschiczek, W., Mauerhofer, G., "Private Equity in Österreich", *OENB Berichte und Studien*, Nr. 2/2000, S. 154-170.

© 2002 Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

Medieninhaber (Verleger), Herausgeber und Hersteller: Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung,
Wien 3, Arsenal, Objekt 20 • Postanschrift: A-1103 Wien, Postfach 91 • Tel. (+43 1) 798 26 01-0 •
Fax (+43 1) 798 93 86 • <http://www.wifo.ac.at/> • Verlags- und Herstellungsort: Wien

Verkaufspreis: 50,00 € • Download: 40,00 €:

http://titan.wsr.ac.at:8880/wifosite/wifosite.get_abstract_type?p_language=1&pubid=22034