

Werner Hölzl, Michael Böheim, Klaus S. Friesenbichler (WIFO), Thomas Jud (Convelop)

Börsen als Instrument der kapitalmarktbasier- ten Finanzierung von Klein- und Mittelbetrie- ben in Österreich

Internationale Beispiele und Ansatzpunkte

Börsen als Instrument der kapitalmarktbasier- ten Finanzierung von Klein- und Mittelbetrie- ben in Österreich. Internationale Beispiele und Ansatzpunkte

In Europa gibt es – im Gegensatz zu den USA – mit den Alternative Investment Markets eigene Märkte für kleine börsennotierte Unternehmen ("Small Caps"). Solche KMU-Börsen bauen auf dem Freiverkehr auf, sind aber weniger umfangreich reguliert als die Hauptmärkte. Die Kapitalaufnahme erfolgt in der Regel über Privatplatzierungen. Zentral für das Funktionieren von KMU-Märkten ist das Vorliegen eines kapitalmarktorientierten "Finanz-Ökosystems".

Exchanges as an instrument for Capital Market-based Financing of SMEs in Austria. International Examples and Approaches

Europe has so-called Alternative Investment Markets, which are specific markets for small publicly listed companies ("small caps"). This is an important difference to the USA, where such markets do not exist. SME markets build on over-the-counter trading (Freiverkehr). Capital is usually raised through private placements. In order to function properly, SME markets need a "financial ecosystem".

Kontakt:

Dr. Werner Hölzl:	WIFO, 1030 Wien, Arsenal, Objekt 20, werner.hoelzl@wifo.ac.at
Dr. Michael Böheim:	WIFO, 1030 Wien, Arsenal, Objekt 20, michael.boeheim@wifo.ac.at
Mag. Dr. Klaus S. Friesenbichler:	WIFO, 1030 Wien, Arsenal, Objekt 20, klaus.friesenbichler@wifo.ac.at
Dr. Thomas Jud:	Convelop, 1030 Wien, Erdbergstraße 82/4, thomas.jud@convelop.at

JEL-Codes: F65, G10 • **Keywords:** Kleine und mittlere Unternehmen, KMU, Börse, Finanzierung, MiFID II, Österreich

Der Beitrag beruht auf einer WIFO-Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft und der austria wirtschaftsservice gesellschaft mbH: Werner Hölzl, Klaus S. Friesenbichler, Michael Böheim (WIFO), Thomas Jud (Improveo), KMU-Börsen in Europa (Juli 2016, 118 Seiten, 50 €, kostenloser Download: <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/58896>).

Begutachtung: Thomas Url (WIFO) • **Wissenschaftliche Assistenz:** Anna Strauss (WIFO, anna.strauss@wifo.ac.at)

Die Unternehmensfinanzierung ist in Österreich stark bankbasiert: Die Kreditfinanzierung ist im europäischen Vergleich günstig und gut verfügbar. Auch in der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008/09 war in Österreich keine umfassende Kreditklemme zu verzeichnen. Kapitalmarktbasier- te Finanzierungsformen wie Private Equity, Venture Capital, Aktien- oder Anleihenmärkte haben geringe Bedeutung, die in der Krise noch weiter abnahm (Friesenbichler – Url, 2013, Jud, 2013, Jud et al., 2013). Dies kann auch ein Standortnachteil sein. Insbesondere für kleine, technologieorientierte Unternehmen in Branchen, deren Geschäftsmodelle stärker auf Eigenkapital- und Kapitalmarktfinanzierung angewiesen sind, bedeutet das stark bankbasierte System der Unternehmensfinanzierung einen Nachteil. In der wirtschaftspolitischen Diskussion wird dies als Problem gesehen, weil innovative Unternehmen unter Umständen ihr Innovations- und Wachstumspotential nicht realisieren können (Hölzl – Reinstaller, 2013). Die Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) sieht u. a. die Möglichkeit der Etablierung einer speziellen Form eines "KMU-Marktes" bzw. eines "KMU-Wachstumsmarktes" vor, d. h. spezieller Finanzierungsformen für kleine und mittlere Unternehmen (KMU). Dies verleiht der Diskussion um die Kapitalmarktfinanzierung über Börsen neuen Schwung (Hölzl – Friesenbichler, 2016).

Wie der "Funding Escalator" als stilisierte Darstellung von Finanzierungsformen, die dem jeweiligen Risiko von Unternehmen über deren Lebenszyklus entsprechen,

exemplarisch zeigt, sind wachsende Unternehmen in technologieorientierten bzw. sehr kapitalintensiven Branchen überdurchschnittlich auf Eigenkapitalfinanzierung und schnelles Wachstum angewiesen (Hölzl – Reinstaller, 2013). Nach einer erfolgreichen Finanzierung der Gründung und der ersten Wachstumsschritte (Peneder, 2009, Peneder – Schwarz, 2008) stellt sich die Frage, wie Unternehmen weiteres Kapital für die Expansion aufnehmen können und wie private Investoren das investierte Kapital gewinnbringend zurückerhalten können ("Exit"). Im Bereich des Venture Capital hat sich in den USA und in Europa die Übernahme als dominante Form des Exit durchgesetzt (Gao – Ritter – Zhu, 2013). Einige wenige Unternehmen realisieren den Exit durch einen Börsengang. Dabei geht es meistens auch um die Aufnahme von neuem Kapital für weitere Expansionsschritte. Dies hat in der Regel nicht nur den (Teil-)Ausstieg bisheriger Unternehmenseigner zur Folge, sondern auch eine Kapitalerhöhung (Vismara – Paleari – Ritter, 2012). Somit erfüllen Kapitalmärkte die wichtige Funktion, Wachstumskapital für ambitionierte Unternehmen verfügbar zu machen.

Kapitalmärkte sind ein Bestandteil des Finanzierungssystems und grundsätzlich komplementär zur den vorgelagerten Segmenten.

Die Kapitalmarktfinanzierung durch Börsengänge und weitere Kapitalerhöhungen ist somit komplementär zu den vorgelagerten Risikokapitalsegmenten und kann diese nicht ersetzen. Gerade im Technologiebereich ist die Finanzierung durch externe Kapitalgeber notwendig, um Unternehmen überhaupt an Börsen heranzuführen. Allerdings sank die Zahl der Börsengänge kleinerer Unternehmen ("Small Caps") in den letzten Jahrzehnten, insbesondere in den USA, aber auch in Europa (Gao – Ritter – Zhu, 2013, Vismara – Paleari – Ritter, 2012). Das war (vor allem im IKT-Bereich) u. a. auf einen allmählichen Strukturwandel zu größeren Unternehmen zurückzuführen, die Größen- und Verbundvorteile besser nutzen können. Wachstum wird nun oft durch Übernahmen verwirklicht. Dem automatisierten Börsenhandel und dem Anstieg der regulatorischen Kosten der Notierung und des Börsenganges wird aber ebenfalls eine wichtige Rolle hinsichtlich des Rückganges der Börsengänge und der Notierungen kleiner und mittlerer Unternehmen zugeschrieben (Weild – Kim – Newport, 2013, Friederich – Payne, 2011).

1. Definition von "KMU-Börsen"

Anders als in den USA gibt es in Europa eigene Märkte für kleine und mittlere Unternehmen (Small Caps), die als Multilateral Trading Facility organisiert sind.

Um die Nachteile kleiner Unternehmen gegenüber größeren an der Börse zu kompensieren, etablierten sich seit Mitte der 2000er-Jahre an den meisten europäischen Börsenplätzen eigene Märkte für Small Caps ("KMU-Börsen"). Dies ist ein europäisches Phänomen – in den USA gibt es keine eigenen Märkte für Small Caps. Diese auf die Bedürfnisse kleinerer und jüngerer Unternehmen zugeschnittenen Märkte (Harwood – Kondaris, 2015) unterscheiden sich in Organisationsform und Regulierungsausmaß von den regulierten Hauptmärkten der Börsen. Nahezu alle KMU-Börsen sind als "Multilateral Trading Facility" (MTF) organisiert und folgen damit dem Modell des 1995 an der Börse von London errichteten Alternative Investment Market (AIM).

Die Small-Caps-Märkte traten die Nachfolge der "neuen Märkte" und der "Einstiegssegmente" der regulierten Märkte an. Sie orientieren sich primär an der Nachfrage, vor allem um den Kapitalerfordernissen schnell wachsender kleiner und mittlerer Unternehmen gerecht zu werden. Der AIM als Vorbild der KMU-Börsen unterschied sich von Anfang an vom damals üblichen Modell der "neuen Märkte" durch den Verzicht auf eine Brancheneinschränkung (Technologieunternehmen) und durch eine flexible Regulierung (MTF). Dieses Modell sollte sich als zukunftsweisendes Marktmodell erweisen.

KMU-Börsen sind in geringem Maß gesetzlich reguliert. Viele Regularien werden durch die Börse erstellt und überwacht.

Diese Organisationsform entspricht im Wesentlichen dem "Freiverkehr" – in Österreich häufig "Dritter Markt" genannt – und ist im europäischen Regulierungsregime (MiFID II) als "Multilateral Trading Facility" (MTF) verankert. Die auf diesen Märkten notierenden Unternehmen gelten rechtlich nicht als "börsennotiert" und sind nicht den restriktiveren Regulierungen für börsennotierte Unternehmen unterworfen. Nur die gesetzliche Mindestharmonisierung im Kapitalmarktrecht spielt eine Rolle. Nicht relevant sind die teils historisch gewachsenen Unterschiede zwischen den Kapitalmarktgesetzen der einzelnen Länder. Durch die MTF wird die Regulierung den Bedürfnissen und Notwendigkeiten kleinerer Unternehmen angepasst, welche die hohen Regulierungskosten geregelter Märkte nicht tragen könnten. Diese Regeln werden durch

den Börsenbetreiber festgelegt und sind weniger aufwändig als jene der Hauptmärkte. Gleichzeitig ist die Regulierung flexibel und kann bei Fehlentwicklungen zeitnah angepasst werden.

Wie auf dem London AIM werden an vielen der europäischen KMU-Börsen die wesentlichen Regeln über Berater implementiert. Hier ist der Berater nicht nur Dienstleister für das Unternehmen, sondern übernimmt auch Regulierungsaufgaben für die Börse, insbesondere die Prüfung der Börsenfähigkeit des Unternehmens. Diese Berater – Nominated Adviser im AIM (London), Authorised Adviser im NewConnect (Warschau) oder Specialised Adviser im First North (Skandinavien) – unterliegen der Regulierung durch die Börse, werden von dieser zertifiziert und regelmäßig überprüft. Die Ausgestaltung der Regulierung ist sehr wichtig für die Reputation und Performance des Handelsplatzes. Wenn zu viele nicht börsenfähige Unternehmen auf den Markt kommen, kann dies die Reputation und Liquidität des Marktes untergraben. Ist die Regulierung zu strikt, könnten zu wenige Unternehmen notieren, was die Marktbreite beeinträchtigt.

Die direkten Kosten einer Börsennotierung – die Zulassungs- und Notierungsgebühr – stehen mit der Performance der Börse in keinem Zusammenhang. Diese Gebühren machen lediglich einen geringen, fast vernachlässigbaren Teil der gesamten Emissions- bzw. Notierungskosten aus. Die Kosten, die durch Veröffentlichungspflichten, die rechtliche Begleitung bei Einhaltung von Richtlinien zur Unternehmenskontrolle (Corporate Governance) und Investor Relations anfallen, betragen ein Vielfaches der Notierungsgebühren, die von der Börse verrechnet werden. Diese Kosten können auf börsenregulierten Märkten (MTF) im Gegensatz zu den regulierten Märkten von der Börse besser gesteuert und leichter ausgestaltet werden. Für ein Unternehmen fallen neben den tangiblen Kosten des Börsenganges auch intangible Kosten der Unterpreisung ("Underpricing") an, die bis zu 17% des Unternehmenswertes betragen können (Bell – Correia da Silva – Preimans, 2006, Deutsche Börse Group, 2007). Die Unterpreisung wird besonders hoch ausfallen, je weniger Investoren über das Unternehmen wissen und je weniger strikt die Regulierung ausfällt. Dies impliziert einen Trade-off zwischen Kosten der Regulierung und Kosten der Unterpreisung für Unternehmen, die an einer Börse notieren wollen.

Ein wichtiger Unterschied zu Börsen besteht in der Art der Kapitalaufnahme: Die meisten Unternehmen wählen nicht einen herkömmlichen Börsengang (Public Placement), sondern nehmen Kapital vorwiegend über private Platzierungen auf, d. h. Aktien werden an eine bestimmte Zahl qualifizierter Investoren verkauft, da bei diesem Private Placement und einer Zulassung an einer MTF die gesetzliche Prospektspflicht entfällt. Die Veröffentlichungspflichten für die Börsenzulassung werden in diesem Fall nicht durch das Kapitalmarktrecht, sondern durch die Börse definiert. Ein Zulassungsdokument, welches nicht von den Aufsichtsbehörden genehmigt werden muss, ersetzt den Prospekt. Für den Handel auf dem nachfolgenden Sekundärmarkt gibt es keine Einschränkung für Kleininvestoren. International dominieren qualifizierte und institutionelle Investoren in diesen Marktsegmenten. Das mag auch ein Grund dafür sein, dass keine alleinstehende KMU-Börse existiert. Alle europäischen KMU-Börsen werden von den großen, etablierten Börsen betrieben. Die Anbindung an bestehende Börsen ist auf Verbundvorteile (Know-how, Investorenbasis, Hauptmärkte) zurückzuführen.

KMU-Börsen bieten nicht nur die Möglichkeit eines Börsenganges, sondern auch von Kapitalerhöhungen. Somit unterscheiden sie sich vom Freiverkehr (Dritter Markt) in der Erfüllung ihrer Funktion der Unternehmensfinanzierung. Der Freiverkehr kann diese Aufgabe in der Regel nicht übernehmen, weil das Vertrauen der Investoren – außer in Einzelfällen – nicht ausreicht, um Kapitalerhöhungen mitzutragen. Erst die Selbstregulierung der Börse schafft ein Umfeld von Reputation und Vertrauen, das die Erfüllung der Funktion der Unternehmensfinanzierung durch die KMU-Börse ermöglicht. Viele der gehandelten Unternehmen sind jung und mit hohem Risiko behaftet. Dadurch sind – trotz des Small-Cap-Abschlages – über alle Unternehmen hinweg die Erträge für die Investoren oft geringer als auf den etablierten regulierten Märkten mit großen Unternehmen (Rasch, 1996).

Bei einem Börsengang sind vor allem die Kosten der rechtlichen Begleitung des Unternehmens beträchtlich und weniger die Zulassungs- und Notierungsgebühren.

Kapital wird an KMU-Börsen in der Regel nicht über einen herkömmlichen Börsengang, sondern primär über Private Placements an qualifizierte Investoren zur Verfügung gestellt.

Im Gegensatz zum Freiverkehr ermöglichen KMU-Börsen die Funktion der Unternehmensfinanzierung.

Die Anbindung an einen etablierten Börsenplatz ist für den Erfolg wichtig.

Vor allem inländische Unternehmen notieren an KMU-Börsen.

Der internationale Vergleich (Übersicht 1) zeigt die unterschiedliche Performance von KMU-Börsen. Die Leistungsfähigkeit der KMU-Börse hängt eng mit der Reputation und Performance des Börsenplatzes zusammen. Das zeigt sich anhand der Zahl der Börsengänge, der notierenden Unternehmen und der Kapitalaufnahmen. Die Börsenbetreiber wenden ihr Know-how und ihre Ressourcen auch auf den KMU-Börsen an. Zudem können komplementäre Märkte von den Unternehmen verwendet werden (z. B. Anleihenmärkte), und die Unternehmen haben die Möglichkeit, auf den regulierten Hauptmarkt zu wechseln ("graduieren"). Auch ist es für etablierte Börsenplätze einfacher, die notwendige kritische Zahl professioneller Investoren für eine KMU-Börse zu mobilisieren.

Wie die europäischen Erfahrungen zudem zeigen, sind die meisten KMU-Börsen vor allem für inländische Unternehmen relevant. Die meisten notierenden Unternehmen kommen aus dem Land, in welchem die KMU-Börse ihren Sitz hat. Allein der AIM London und der Entry Standard der Deutschen Börse ziehen eine nennenswerte Zahl ausländischer Unternehmen an. Hier beträgt der Anteil ausländischer Unternehmen an allen notierenden Unternehmen etwa ein Fünftel. Dies ist primär auf die herausragende Stellung dieser Börsen als europäische Handelsplätze zurückzuführen. Allerdings können KMU-Börsen selbst auch multinational ausgerichtet sein, wie etwa der First North in Skandinavien: Sein Aktivitätsfeld erstreckt sich über alle Länder, die zum Nasdaq Nordic gehören. Im Gegensatz zu den geregelten Börsen ermöglicht die Organisationsform als MTF eine international einheitliche Regulierung. Diese Organisationsform ist insbesondere dann eine Option, wenn alleinstehende (nationale) Hauptmärkte nicht liquide genug wären, weil zu wenige Unternehmen einen Börsengang suchen bzw. die Investorenbasis zu klein ist.

2. Ein internationaler Vergleich von KMU-Börsen

Die im folgenden Vergleich berücksichtigten europäischen KMU-Börsen Alternative Investment Market (London Stock Exchange), AIM ItaliaMAC (Borsa Italiana), Entry Standard (Deutsche Börse), Enterprise Securities Market (ESM; Irish Stock Exchange), First North (Nasdaq Nordic), NewConnect (Warsaw Stock Exchange), OSLO Axess (Oslo Børs), The Alternative Market (EN.A.; Athens Stock Exchange), Mercado Alternativo Bursatil (Bolsa de Madrid) sind unterschiedlich erfolgreich, wie ausgewählte Leistungsindikatoren zeigen (Übersicht 1).

Übersicht 1: Ausgewählte Kennzahlen für europäische KMU-Börsen

2014

		Marktkapitalisierung	Zahl der Unternehmen (Notierungen)	Transaktionsvolumen	IPO	
		Mio. €		Mio. €	Anzahl	In % der Listings
Wiener Börse	Mid Market	1.990	10	50	0	0,00
London Stock Exchange	Alternative Investment Market	88.590	1.104	43.239	84	7,60
Borsa Italiana	AIM ItaliaMAC	2.062	57	.	21	36,80
Deutsche Börse	Entry Standard	.	175	.	4	2,30
Irish Stock Exchange	Enterprise Securities Market (ESM)	47.390	26	2.094	2	7,70
Nasdaq Nordic	First North	5.406	181	3.928	46	25,40
Warsaw Stock Exchange	NewConnect	2.092	431	292	22	5,10
Oslo Børs	OSLO Axess	2.124	38	1.184	6	15,80
Athens Stock Exchange	The Alternative Market (EN.A.)	128	14	0,997	1	7,10
Bolsa de Madrid	Mercado Alternativo Bursatil	1.741	21	27.990,95	6	28,60

Q: WIFO-Darstellung, PWC IPO-Watch, Börseninformationen.

Als besonders erfolgreich gelten etwa gemessen an der Zahl der Börsengänge und der notierenden Unternehmen der AIM London und der NewConnect in Warschau. Über die Börsenplätze hinweg zeigt sich ein positiver Zusammenhang zwischen Liquidität (z. B. Handelsvolumen) und der Dynamik der Börse (z. B. Zahl der Börsengänge und Notierungen), der für den NewConnect in Warschau etwas schwächer ausfällt. Dennoch gilt: Je mehr Unternehmen an einer Börse gelistet sind, umso mehr

interessieren sich Investoren für die Börse und umgekehrt. Zudem ist die Performance einer KMU-Börse mit der Performance der Hauptbörse (Börsenplatz) verknüpft.

Seit Mitte der 2000er-Jahre steigt die Konzentration der Börsenbetreiber. In der Folge wurden Regionalbörsen geschlossen, wobei Deutschland hier eine Ausnahme bildet. Der Großteil der heutigen KMU-Börsen wird von großen nationalen oder internationalen Börsenbetreibern als selbständige Märkte mit eigenständigen Regeln organisiert. Eine Ausnahme ist das Mid-Market-Segment der Wiener Börse, welches ein Einstiegssegment des Dritten Marktes mit einer Mid-Cap-Orientierung auf dem geregelten Markt verbindet.

3. Die Ausgestaltung der Regulierung in Österreich

Die Diskussion um KMU-Börsen wurde durch die Richtlinie MiFID II (Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments) intensiviert. Diese sieht auch die Möglichkeit der Etablierung von "KMU-Wachstumsmärkten" als einer speziellen Form von Märkten vor. Der Spielraum zur Umsetzung der EU-Richtlinien in nationales Recht wird in den einzelnen Mitgliedsländern unterschiedlich genutzt. Für die KMU-Börsen spielt "gold plating", d. h. die national strenger ausgelegte Umsetzung von EU-Regulierungen, eine geringere Rolle als für die regulierten Märkte. Für die KMU-Börsen – wie für MTF – sind nur wenige Aspekte des Wertpapier- und Kapitalmarktrechtes relevant (Prospektpflicht für öffentliche Platzierungen, einzelne Bestimmungen zu Insiderhandel und Unternehmenskontrolle).

KMU-Börsen sind Einsteiger- bzw. Small-Cap-Märkte, die in Europa fast immer als "Multilateral Trading Facility" (MTF) organisiert sind. In Österreich müssen seit Umsetzung des GesRÄG 2011 nicht börsennotierte Unternehmen nur mehr Namensaktien und ein Aktionärsbuch führen, in dem die auf den Namen des Aktionärs bzw. der Aktionärin lautende Kontoverbindung vermerkt ist. Fehlt dieser Eintrag, dann können Dividenden nicht an den Aktionär ausgeschüttet werden. Aufgrund des Sitzlandprinzips betrifft dies auch österreichische Aktionäre von im Ausland notierenden österreichischen Unternehmen. Da die Vollständigkeit der Informationen im Aktionärsbuch derzeit nicht sichergestellt werden kann, sind praktisch keine neuen Notierungen an der MTF der Wiener Börse möglich. Dies betrifft sowohl den Dritten Markt als auch jenes Segment des Mid Market, das auf dem Dritten Markt aufbaut.

Dieses Problem kennen die Jurisdiktionen anderer Länder nicht, vor allem weil dort eine Tradition mit der Handhabung von Namensaktien besteht, Depotbanken verpflichtet sind, diese Eintragungen vorzunehmen, bzw. Namensaktien weniger streng reguliert werden. Durch ein Ausweichen auf regulierte Märkte kann das Problem nicht aus der Welt geschafft werden. Zwar sehen die neuen Transparenzrichtlinien nach MiFID II eine Verringerung der Veröffentlichungspflichten und höhere Transparenz im Handel vor, dennoch bleiben MTF wegen der einfachen und flexiblen Regulierung die ideale Organisationsform für KMU-Börsen. MiFID II sieht auch vor, den Begriff "KMU-Wachstumsmarkt" auf MTF zu beschränken.

In Österreich besteht die Prospektpflicht einerseits bei einem öffentlichen Angebot von Wertpapieren (bzw. Veranlagungen) und andererseits bei einer Börsenzulassung. Nicht nur, aber speziell für kleinere Unternehmen ist die Verpflichtung zur Erstellung und Genehmigung eines Prospektes zeitaufwendig und mit hohen Kosten verbunden. Nicht immer steht der Nutzen – im Sinne des notwendigen Investorenschutzes – in einer adäquaten Relation zu den Kosten. Daher gäbe es hier analog zum neuen Alternativfinanzierungsgesetz die Möglichkeit, die Regulierung zur Prospektpflicht für kleine Emissionen schlanker zu gestalten.

Die Richtlinie MiFID II bietet die Möglichkeit, KMU-Wachstumsmärkte zu etablieren.

Derzeit ist in Österreich nicht sichergestellt, dass das für Namensaktien verpflichtend zu führende Aktionärsbuch zeitgerecht befüllt wird – ein Kernproblem des österreichischen Kapitalmarktes. Dividenden können dann an die nicht eingetragenen Aktionäre nicht ausgeschüttet werden.

4. Einschätzung der österreichischen Marktteilnehmer

Wie eine Reihe von Expertengesprächen zur Situation der Wiener Börse gezeigt hat, scheint es für eine KMU-Börse in Österreich nur sehr eingeschränkte Entwicklungsmöglichkeiten zu geben. Insbesondere dürfte es schwierig sein, eine nennenswerte Zahl zusätzlicher Investoren für den Mid Market bzw. auch für eine neue KMU-Börse

zu finden. Für institutionelle Investoren ist ein liquider Markt mit hinreichender Größe ein wichtiges Kriterium, da nur dann Preisstabilität gegeben ist und einzelne Transaktionen die Kurse nicht beeinflussen. Um einen leistungsstarken Emissions- bzw. Primärmarkt zu gewährleisten, braucht ein Handelsplatz einen möglichst "breiten" (Zahl der notierenden Unternehmen) und "tiefen" Sekundärmarkt (Marktkapitalisierung, Liquidität). Große institutionelle Investoren benötigen eine große Markttiefe, kleine professionelle Investoren weichen lieber auf direkte Unternehmensbeteiligungen aus oder konzentrieren sich wie große institutionelle Anleger auf große liquide Märkte. Das Einwerben neuer Investoren muss daher ein wesentlicher Ansatzpunkt sein, wenn eine KMU-Börse forciert werden soll.

Kapitalmarktexperten halten es für sehr schwierig, in Österreich einen Kapitalmarkt für kleine und mittlere Unternehmen zu etablieren.

Performancestarke Unternehmen, die liquide Titel mit einer Markttiefe bieten, welche professionelle Privatinvestoren anspricht, wären ein wichtiger Impulsgeber für eine KMU-Börse an der Wiener Börse. Angesichts der in den Interviews genannten Mindestgröße für die Marktkapitalisierung von Unternehmen und des damit verknüpften "Free Float" dürfte die Etablierung eines funktionsfähigen Börsensegmentes für kleine und mittlere Unternehmen (gemäß KMU-Definition der EU) in Wien ein ambitioniertes Vorhaben sein. Zwar verfügt laut Interviews Österreich über ein Potential an börsengeeigneten Unternehmen, allerdings würden viele dieser Unternehmen kaum einen Mehrwert in einer Börsennotierung sehen.

Neben der schwachen Entwicklung der Gesamtwirtschaft, die die Dynamik des Primärmarktes der Börse merklich dämpfte, wird auch die passive Haltung der österreichischen Investmentbanken und der begleitenden Berater dafür verantwortlich gemacht, dass ein Small-Cap-Segment an der Wiener Börse nie in Schwung kam. Die Wiener Börse konnte sich nie als Finanzierungsalternative für wachstumsorientierte und innovative mittlere Unternehmen etablieren. Um einem auf kleinere Unternehmen spezialisierten Markt oder Segment die nötige Entwicklungsdynamik zu geben, sind laut Interviews aber gerade engagierte Investmentbanken und Berater notwendig.

Darüber hinaus werden auch Maßnahmen gefordert, die von kleineren administrativen und rechtlichen Anpassungen bis zu Initiativen zur möglichst vollständigen Harmonisierung relevanter Börsenplätze in Ostmitteleuropa reichen. Genannt werden Awareness-Kampagnen, die die Einschätzung kleiner und institutioneller Investoren und Unternehmen sowie politischer Entscheidungsträger zum österreichischen Kapitalmarkt verbessern. Dadurch könnte ein Umfeld ("Finanz-Ökosystem") geschaffen werden, welches die Kapitalmarktdynamik und -orientierung soweit unterstützt, dass auch in Wien eine nachhaltig funktionierende KMU-Börse etabliert werden kann.

In den Interviews wurden die Erfolgchancen solcher Maßnahmen allerdings sehr zurückhaltend beurteilt. Eine solche Aufgabe sei von der Wiener Börse bereits mehrfach, mit viel Engagement und Umsicht in Angriff genommen worden, und man sei skeptisch, ob ein neuerlicher Versuch ein besseres Ergebnis liefern würde als jenes des aktuellen Mid Market, dem eine geringe Marktgröße und -tiefe attestiert wird.

5. Das "Finanz-Ökosystem"

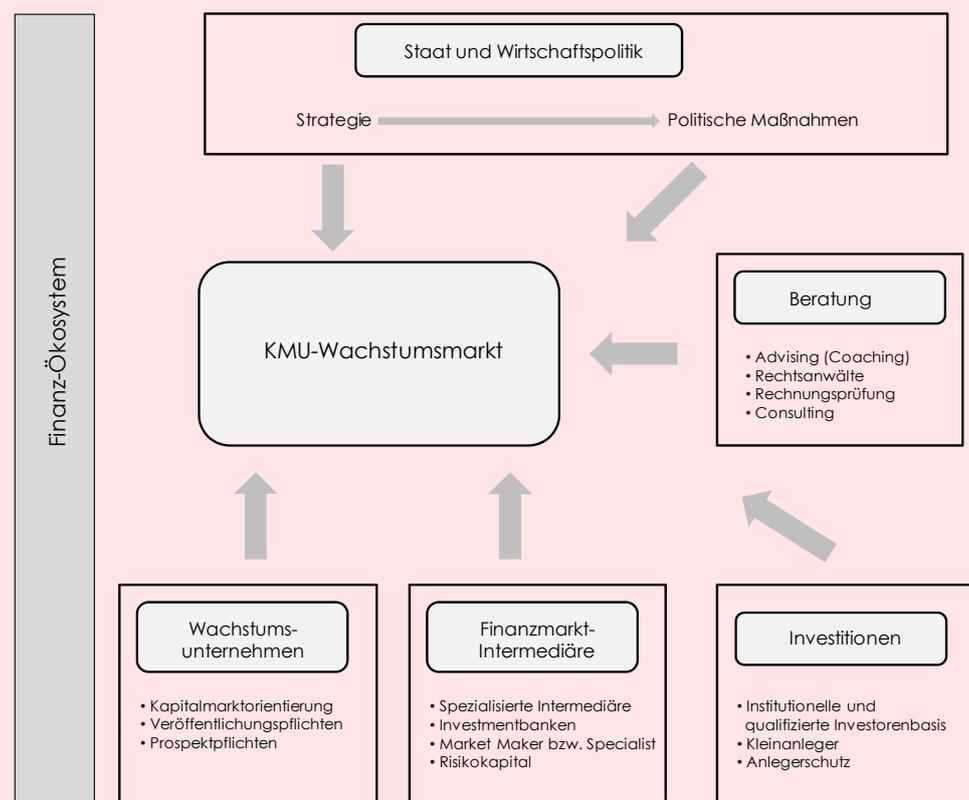
Der Fokus sollte auf der Schaffung eines kapitalmarktorientierten "Finanz-Ökosystems" liegen, in dem die Aktivitäten von Unternehmen, Investoren, Beratern und Investmentbanken kohärent und gemeinsam wirken.

Aus diesen Ergebnissen können Schlussfolgerungen für die Organisation eines KMU-Wachstumsmarktes in Österreich abgeleitet werden. Die bisherigen Erfahrungen mit Einsteiger-, Technologie- bzw. Mid-Cap-Segmenten an der Wiener Börse zeigen deutlich, wie schwierig es ist, in Österreich eine KMU-Börse zu etablieren. Vor allem fehlt die Akzeptanz eines solchen Segmentes, ohne die ein kapitalmarktorientiertes "Finanz-Ökosystem", in welchem die relevanten Akteure kohärent agieren (Abbildung 1), kaum umgesetzt werden kann. Die erfolgreichen europäischen KMU-Börsen werden charakterisiert durch sich selbst verstärkende Prozesse. Unternehmen notieren an Börsen, wenn diese gewisse wirtschaftliche Voraussetzungen erfüllen, wie etwa die Präsenz von Investoren und anderen Unternehmen, die gemeinsam die Unternehmensfinanzierungsfunktion erfüllen. Investoren benötigen zudem ausreichende Markttiefe und -breite, d. h. eine hinreichende Zahl notierender Unternehmen und einen liquiden Markt, der eine gewisse Größe erreicht. Hier liegt in Österreich in vielerlei Hinsicht ein Marktversagen vor, sodass eine koordinierte Anstrengung not-

wendig ist. Nicht abgestimmte Einzelmaßnahmen werden nicht dazu beitragen, in Österreich einen nachhaltig funktionierenden KMU-Wachstumsmarkt zu etablieren.

Auf der Ebene der Unternehmen kann eine schlecht entwickelte Börse bewirken, dass börsenfähige Unternehmen kein Interesse an der Finanzierung über den Kapitalmarkt haben und der Markt sich nicht entwickeln kann. Auf der Ebene der Intermediäre erscheint eine Größenkongruenz zwischen Unternehmen und Intermediären wichtig. Die Herausbildung eines solchen Segmentes von Intermediären ist aber nur möglich, wenn es eine hinreichende Aktivität an der KMU-Börse gibt, was ebenso für die Ebene der Investoren gilt. Wenn Markttiefe und -breite zu gering sind wird sich keine geeignete Investorenbasis bilden. Ähnliches gilt für Adviser (Berater), aber auch für Market Maker (Specialists), die die Liquidität des Handels sichern sollen. Die Folge ist ein Teufelskreislauf, der die Bildung eines funktionierenden Wachstumsmarktes für kleine und mittlere Unternehmen nicht zulässt.

Abbildung 1: Zentrale Elemente des Finanz-Ökosystems "KMU-Wachstumsmarkt"



Q: WIFO-Darstellung.

Ein Finanz-Ökosystem ist insbesondere in der Aufbauphase sehr fragil. Tritt ein Marktversagen in einem der Bereiche auf, dann kann die gesamte Dynamik zum Erliegen kommen, ein möglicher KMU-Wachstumsmarkt würde auf niedrigem Niveau stagnieren. Diese Gefahr wurde in den Expertengesprächen oft angesprochen. Die Studienergebnisse und die Befragung der österreichischen Marktteilnehmer legen nahe, dass die Etablierung einer KMU-Börse in einem kapitalmarktaversen Umfeld wie Österreich schwierig ist. Aufgrund des systemischen Charakters des Sektors kann – den Willen zur Zusammenarbeit und das Commitment wesentlicher Akteure vorausgesetzt – nur eine konsistente, sektorübergreifende Strategie einen funktionierenden KMU-Wachstumsmarkt etablieren.

6. Wirtschaftspolitische Ansatzpunkte

Nach dem Vorbild des Elite-Programmes der Borsa Italiana und der London Stock Exchange könnte ein selektives Programm für einen Börsengang geeigneter Unter-

nehmen etabliert werden, welches diese an die Kapitalmarktfinanzierung herauführt (Investment Readiness für Risikokapital, Börse, Anleihen). Das Programm könnte vom Börsenbetreiber in Kooperation mit öffentlichen Förderstellen und Kapitalmarktakteuren organisiert werden, aber auch von öffentlichen Förderstellen koordiniert werden.

Um die Sichtbarkeit der notierenden Unternehmen für Investoren auf dem Markt (insbesondere an einer KMU-Wachstumsbörse) zu erhöhen, könnte der Research von Analysten (Einschätzung der Unternehmen) für neu notierende Unternehmen bzw. Unternehmenspräsentationen von neu notierenden Unternehmen temporär subventioniert werden.

Für den Marktzugang sollten verschiedene Möglichkeiten gewährleistet werden: Eine Platzierung sollte sowohl über ein öffentliches Angebot (Public Offering) als auch über ein nicht-öffentliches Angebot (Private Placement) möglich sein. Denkbar ist auch die implizite Graduierung von erfolgreichen, über Equity Crowdfunding finanzierten Unternehmen, wenn diese als börsenfähig eingestuft werden. Durch Regulierung und Aufsicht wären die Möglichkeiten des Marktzugangs so auszugestalten und abzustimmen, dass sie von den Unternehmen auch in Anspruch genommen werden können.

Allgemeine Maßnahmen können die Akzeptanz der Kapitalmarktfinanzierung stärken.

Die Kosten der Prospektspflicht für öffentliche Angebote kann die Regulierung senken. Einen interessanten Weg geht diesbezüglich das (neue) Alternativfinanzierungsgesetz (AltFG), das die Prospektpflichtschwelle des § 3 Abs. 1 Zif. 10 KMG für über Crowdfunding finanzierte Projekte auf 1,5 Mio. € anhebt. Durch diese Verfünffachung der Prospektpflichtschwelle für Emissionen, die dem AltFG unterliegen, können im Wege des Crowdfinancing künftig größere Emissionen als bisher ohne das (strenge) Erfordernis eines Prospektes vorgenommen werden. Mit dieser Gesetzesnovelle gelang es, die Information und den Schutz der Investoren in eine für Start-ups und KMU vernünftige Relation zu den damit verbundenen Kosten zu setzen. Eine Ausweitung dieser abgemilderten Prospektspflicht auf alle "kleinen" Emissionen von Small Caps könnte nach positiver Evaluierung des AltFG von der Wirtschaftspolitik in Betracht gezogen werden. Dabei könnte für ein kleineres Emissionsvolumen auch eine eingeschränkte Prospektspflicht ins Auge gefasst werden.

Anlegerseitige Maßnahmen können ergänzend wirken, wie etwa steuerliche Förderungen oder vertrauensschaffende Maßnahmen.

Steuerliche Maßnahmen könnten in der Anfangsphase flankierend sinnvoll sein, um die (individuellen und professionellen) Investoren von neu notierenden kleineren Unternehmen (oder einem neuen KMU-Wachstumsmarkt) zu überzeugen. Diese Maßnahmen können dabei dem Modell aus Großbritannien folgen (AIM, 2015), um die erwarteten Returns durch selektive Dividendensteuerbefreiung bzw. Investitionsanreize für Investoren attraktiver zu machen. Sie können anfangs dazu beitragen, Investorengruppen an die Börsenfinanzierung kleinerer Unternehmen heranzuführen. Um Mitnahmeeffekte zu minimieren, sollten allfällige steuerliche Anreize zeitlich befristet werden.

Regulierung und Aufsicht können helfen, bei den Investoren und Anlegern Vertrauen in den Markt zu schaffen. Dass Kleinanleger für alternative Finanzierungsformen interessiert werden können, zeigt die zunehmende Popularität von Crowdfunding, das privates Risikokapital von Kleinanlegern für bestimmte Projekte zur Verfügung bringt. Dies könnte auch für die neue Börse genutzt werden. Um "Enttäuschungen" von Kleinanlegern zu vermeiden, ist diesen bei der Bewerbung von Kapitalmarktanlagen proaktiv das Risiko von Investments an KMU-Börsen zu kommunizieren, die auch mit dem vollständigen Kapitalverlust einhergehen können. Die Regulierung für institutionelle Anleger könnte die (für diese Investoren kleinen) Investments an der KMU-Wachstumsbörse mit einem geringeren administrativen Aufwand belegen (Anlagebeschränkungen, Solvenzvorschriften).

Langfristig muss die kapitalmarktbasierende KMU-Finanzierung nachhaltig funktionsfähig sein.

Das Ziel muss sein, die kapitalmarktbasierende Unternehmensfinanzierung nachhaltig zu etablieren: Sie muss langfristig ohne umfassende Steuerbegünstigungen, Förderungen und sonstige Unterstützungsmaßnahmen rein auf Basis effektiver Regulierung nachhaltig funktionsfähig sein. Aufgrund der Interaktion verschiedener Elemente und Akteure im Ökosystem Kapitalmarktfinanzierung beeinflussen einander unterschiedliche Marktversagen gegenseitig. Dieses System ist insbesondere in der Anfangszeit der Marktetablierung besonders fragil.

Eine notwendige Voraussetzung für die Etablierung einer KMU-Börse ist die Lösung des Problems der Eintragung von Namensaktien ins Aktionärsbuch. Nur dann wird an der Kapitalmarktfinanzierung interessierten österreichischen Unternehmen der Zugang zum Kapitalmarkt offenstehen. Dies betrifft sowohl den Dritten Markt als auch den Teil des Mid-Market-Segmentes der Wiener Börse, der im Rahmen des Dritten Marktes angesiedelt ist. Diese Regulierungslücke ist nicht für alle Investoren gleichermaßen bedeutend: Während sie ausländische Aktionäre kaum trifft, ergibt sich für österreichische Anleger, die Anteile an österreichischen Unternehmen halten, ein Problem – die Eintragung ins Aktionärsbuch und damit der Empfang der Dividenden sind nicht sichergestellt.

Das Problem der Eintragung von Namensaktien ins Aktionärsbuch muss durch Regulierung oder technische Maßnahmen gelöst werden.

Dieses Problem muss durch Regulierung oder technisch gelöst werden. Einen möglichen Ansatz zeigt das deutsche Aktienrecht: § 67 des deutschen Aktiengesetzes verpflichtet die mitwirkenden Kreditinstitute, gegen Erstattung der notwendigen Kosten die für die Führung des Aktienregisters erforderlichen Angaben an die Aktiengesellschaft zu übermitteln. Das österreichische Aktiengesetz kennt keine solche Bestimmung.

Die Lösung dieses Problems ist zentral für die Errichtung eines KMU-Wachstumsmarktes, aber auch für die Entwicklung der Kapitalmarktfinanzierung und den Handel mit Unternehmensanteilen auf dem Dritten Markt. Die Notierung auf dem Dritten Markt (Freiverkehr) ist die kostengünstige Form der Handelbarkeit für Aktien bzw. andere Anteilsscheine von Unternehmen. Unternehmen, die über Equity Crowdfunding finanziert wurden, könnten so einfach die Handelbarkeit ihrer Anteile sicherstellen. Besteht dieses Problem fort, dann können andere wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Ankurbelung der Kapitalmarktfinanzierung nicht greifen.

7. Abschließende Bemerkungen

Eine KMU-Börse ermöglicht die Kapitalmarktfinanzierung von kleineren ambitionierten Unternehmen mit hohem Kapitalbedarf. An der Wiener Börse übernimmt der Mid Market eine solche Rolle. Internationale Good Practice ist aber die Organisation des Marktes als multilaterales Handelssystem (MTF) an der nationalen Börse mit Regulierungsvorgaben durch die Börse. Ein Teil des Mid Market an der Wiener Börse ist bereits in dieser Form ausgestaltet. Der Mid Market ist aber gleichzeitig auch als regulierter Markt und als Mid-Cap-Segment konzipiert und entspricht somit nicht vollständig den Vorgaben von MiFID II an einen KMU-Wachstumsmarkt.

Wichtiger als einen neuen Markt zu etablieren scheint es in Österreich, ein kapitalmarktorientiertes "Finanz-Ökosystem" für kleine und mittlere Unternehmen zu etablieren. Wie die Erfahrungen aus anderen europäischen Ländern zeigen, ist dies nur möglich, wenn sich Unternehmen, Investoren, Berater und Investmentbanken am Markt beteiligen. Neue gesetzliche Regulierungen und wirtschaftspolitische Maßnahmen sind wichtig, um ein solches Finanz-Ökosystem in seinem Aufbau zu unterstützen. In einem ersten Schritt wäre die Unsicherheit bezüglich der Eintragung der Namensaktien ins Aktionärsbuch zu beseitigen, die derzeit die Notierung neuer Unternehmen auf dem Dritten Markt der Wiener Börse unmöglich macht. Erst danach können Maßnahmen für eine Stärkung der kapitalmarktbasierter Finanzierung ihre Wirkung entfalten.

8. Literaturhinweise

AIM – London Stock Exchange Group, Baker Tilly, A guide to AIM tax Benefits, London, 2015.

Bell, L., Correia da Silva, L., Preimans, A., The Cost of Capital: an International Comparison, Study by Oxera consulting Ltd for the city of London, 2006.

Deutsche Börse Group, Listing Beauty Contest – A Comparative Cost Analysis of Six Global Exchanges, Frankfurt, 2007.

European Issuers, EVCA, FESE, "EU IPO Report: Rebuilding IPOs in Europe. Creating jobs and growth in European capital markets", European IPO Task Force, presented to the European Commission as input to the debate on Capital Markets Union, 2015, http://www.fese.eu/images/documents/speeches-reports/2015/Final_report_IPO_Task_Force_20150323.pdf (abgerufen am 29. 5. 2017).

- Friederich, S., Payne, R., Computer-Based Trading, Liquidity and Trading Costs, HM Treasury – Government Office for Science, London, 2011.
- Friesenbichler, K. S., Url, Th., "Standortfaktoren und Investitionspotential von Risikokapital in Österreich", WIFO-Monatsberichte, 2013, 86(8), S. 673-683, <http://monatsberichte.wifo.ac.at/46914>.
- Gao, X., Ritter, J. R., Zhu, Z., "Where have all the IPO gone?", Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2013, 48(6), S. 1663-1692.
- Harwood, A., Kondaris, T., "SME Exchanges in Emerging Market Economies. A Stocktaking of Development Practices", World Bank Policy Research Working Paper, 2015, (7160).
- Hölzl, W., Friesenbichler, K., "Eine KMU-Börse für Österreich?", Going Public, 2016, 11, S. 42-43, <http://www.goingpublic.de/wp-content/uploads/sites/2/EPAPER/epaper-GoingPublic-Special-Oesterreich-2016/page5.html#/42>.
- Hölzl, W., Friesenbichler, K. S., Böheim, M., Jud, Th., KMU-Börsen in Europa, WIFO, Wien, 2016, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/58896>.
- Hölzl, W., Reinstaller, A., "Finanzierungsbeschränkungen junger technologieorientierter Unternehmen. Ergebnisse einer Unternehmensbefragung", WIFO-Monatsberichte, 2013, 86(8), S. 649-662, <http://monatsberichte.wifo.ac.at/46912>.
- Jud, Th., "Funktionsmodell und Rahmenbedingungen der Risikokapitalfinanzierung", WIFO-Monatsberichte, 2013, 86(8), S. 663-672, <http://monatsberichte.wifo.ac.at/46913>.
- Jud, Th., Marchart, J., Friesenbichler, K. S., Peneder, M., Haslinger, St., Risikokapital in Österreich. Angebots- und nachfrageseitige Erklärungen der geringen Ausprägung und Empfehlungen zu ihrer Überwindung, Improveo Beratungs-GmbH, Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation, WIFO und KPMG, Wien, 2013, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46677>.
- Peneder, M., "The contribution of venture capital to modern systems of innovation: a critical review", International Journal Public Sector Performance Management, 2009, 1(3).
- Peneder, M., Schwarz, G., "Venture Capital: Ergebnisse der Wirkungsanalyse für Österreich", WIFO-Monatsberichte, 2008, 81(6), S. 461-471, <http://monatsberichte.wifo.ac.at/32622>.
- Rasch, S., "Der Aktienmarkt für kleine und mittelgroße Unternehmen: Besonderheiten, Probleme und Möglichkeiten bei der Ausgestaltung des Börsenhandels", Schriftenreihe des ZEW, 1996, (10).
- Vismara, S., Paleari, S., Ritter, J., "Europe's Second Markets for Small Companies", European Financial Management, 2012, 18(3), S. 352-388.
- Weild, D., Kim, E., Newport, L., "Making Stockmarkets work to support economic growth: Implications for governments, regulators, stock exchanges, corporate issuers and their investors", OECD Corporate Governance Working Papers, 2013, (10).