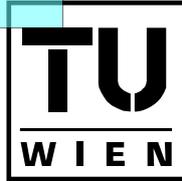


Die approbierte Originalversion dieser Diplom-/Masterarbeit ist an der Hauptbibliothek der Technischen Universität Wien aufgestellt (<http://www.ub.tuwien.ac.at>).

The approved original version of this diploma or master thesis is available at the main library of the Vienna University of Technology (<http://www.ub.tuwien.ac.at/englweb/>).



TECHNISCHE
UNIVERSITÄT
WIEN
VIENNA
UNIVERSITY OF
TECHNOLOGY

Diplomarbeit

Die Entwicklung des österreichischen Venture Capital Marktes

Ausgeführt zum Zwecke der Erlangung des akademischen Grades eines Diplom-Ingenieurs
unter der Leitung von

Univ. Doz. Mag. Dr. Leopold Sögner
Institut für Managementwissenschaften
Abteilung Industrielle Betriebswirtschaftslehre und Wettbewerb
E 330

Eingereicht an der Technischen Universität Wien
Fakultät für Maschinenwesen und Betriebswissenschaften

von

Clemens Löffler
9805559
Rotensterngasse 5/14
1020 Wien

Wien, am _____

(Clemens Löffler)

INHALTSVERZEICHNIS

1.	EINLEITUNG.....	1
2.	GRUNDLAGEN VON PRIVATE EQUITY UND VENTURE CAPITAL	4
2.1	Definitionsansätze Private Equity und Venture Capital.....	4
2.2	Abgrenzung Risikokapital, Private Equity, Venture Capital	5
2.2.1	Risikokapital.....	5
2.2.2	Private Equity	5
2.2.3	Venture Capital	6
3.	FUNKTIONSWEISE EINER VENTURE CAPITAL FINANZIERUNG.....	8
3.1	Beteiligte an einem Venture Capital Prozess	8
3.2	Ablauf einer Venture Capital Finanzierung	12
3.2.1	Kapitalaquisition	12
3.2.2	Beteiligungsquisition.....	12
3.2.3	Beteiligungswürdigkeitsprüfung	13
3.2.4	Beteiligungsverhandlungen.....	14
3.2.5	Managementunterstützung	15
3.2.6	Desinvestition.....	15
3.2.6.1	Börsengang.....	16
3.2.6.2	Trade Sale.....	17
3.2.6.3	Buy Back.....	18
3.2.6.4	Secondary Purchase.....	19
3.2.6.5	Liquidation und Abschreibung.....	19
3.3	Agency Theory und Venture Capital	20
3.3.1	Grundlagen der Agency Theory	20
3.3.2	Asymmetrische Information vor Vertragsabschluss	21
3.3.3	Asymmetrische Information nach Vertragsabschluss	22
3.3.4	Prinzipal – Agenten – Beziehungen einer Venture Capital Finanzierung	22
3.4	Unternehmens- und Finanzierungsphasen	23
3.4.1	Early Stage	24
3.4.2	Expansions Stage.....	26
3.4.3	Late Stage.....	27
4.	HISTORISCHE ENTWICKLUNG VON VENTURE CAPITAL	29
4.1	Ursprungsland USA	29

4.2	Europa	30
5.	DER ÖSTERREICHISCHE VENTURE CAPITAL-MARKT	32
5.1	Entstehung des Marktes	32
5.2	Struktur der Venture Capital Fonds	34
5.2.1	Die Mittelstandsfinanzierungsaktiengesellschaft	35
5.2.2	Die Kommanditgesellschaft (limited partnership)	36
5.3	Investoren	37
5.4	Das Portfolio	39
6.	PROBLEME DES ÖSTERREICHISCHEN VENTURE CAPITAL MARKTES	44
6.1	Überblick	44
6.2	Unausgereifte Fondsstrukturen	44
6.2.1	MFAG und Anforderungen des PE/VC-Geschäftes	45
6.2.2	MFAG und europäisches Beihilferecht	47
6.3	Beschränkter Bekanntheitsgrad	47
6.3.1	Der fehlende Track Report	47
6.3.2	Die fehlende Erfahrung mit Venture Capital	48
6.4	Die Förderlandschaft	50
6.4.1	Österreichische Förderinstrumente	51
6.4.1.1	Austria Wirtschaftsservice	51
6.4.1.2	ERP-Fonds	53
6.4.2	Problematik öffentlicher Förderungen	55
6.5	Mangel an Beteiligungsprojekten	56
6.6	Konzentration auf Fremdkapital	59
6.6.1	Angst vor Verlust der Eigenständigkeit	59
6.6.2	Untauglichkeit eines Kredites zur Risikofinanzierung	60
6.7	Die Dominanz der Banken als VC-Investor	60
6.8	Der unterentwickelte Kapitalmarkt	61
6.9	Investitionsbeschränkungen institutioneller Investoren	63
7.	ZUKÜNFTIGE ENTWICKLUNGEN	64
7.1	PE als Motor für Wirtschaftswachstum	64
7.2	Auswirkungen von Basel II	65
7.2.1	Positive Effekte	65
7.3	Negative Effekte	66
7.4	Politikmaßnahmen für Privat Equity	67

7.4.1	Investoren	68
7.4.2	Fonds und Beteiligungsgesellschaften	69
7.4.2.1	Anpassung der Fondsstrukturen	69
7.4.2.2	Managementausbildung	71
7.4.3	KMU Beteiligungen	72
7.4.4	Erkenntnis der Wichtigkeit eines starken Kapitalmarktes	73
7.5	Orientierung nach Osten.....	74
7.6	Investors Relations Leitlinien.....	76
7.7	Ausblick	78
8.	ANHANG.....	81
8.1	Interview Capexit	81
8.2	Interview Go Equity	84
8.3	Interview AVCO	89
8.4	Interview AWS.....	97
9.	ZUSAMMENFASSUNG.....	101
10.	VERZEICHNISSE.....	107
10.1	Abbildungsverzeichnis	107
10.2	Abkürzungsverzeichnis	108
10.3	Literaturverzeichnis.....	109
10.3.1	Bücher/Zeitschriften/Working Papers.....	109
10.3.2	Internetquellen.....	113

1. EINLEITUNG

„Beteiligungskapital zählt weltweit zu den wesentlichen Motoren für Innovation, Unternehmenswachstum sowie Unternehmensnachfolge und hat sich auch in Österreich über die vergangenen Jahre rasch entwickelt – dennoch besteht im europäischen Vergleich weiterhin Aufholbedarf.“¹

In der Tat hat Venture Capital in den letzten Jahren in der Finanzwelt, auch in Österreich, immer mehr an Bedeutung gewonnen. Allerdings wird es in Österreich erst seit Mitte der Neunziger Jahre von Investoren als Investitionsmöglichkeit genutzt. Aus diesem Grund scheint es bedeutsam, die aktuelle Situation und die Gründe für den vorherrschenden Rückstand gegenüber anderen Industriestaaten zu beleuchten. Die vorliegende Diplomarbeit hat sich das zum Ziel gesetzt und gibt eine Analyse der Beschaffenheit der heimischen Venture Capital-Szene.

Nach intensiver Auseinandersetzung mit dem Thema, einer eingehenden Literaturstudie und einigen persönlichen Gesprächen mit Fachleuten auf diesem Gebiet, wurden folgende Fragestellungen in den Mittelpunkt gestellt, deren Beantwortung den Schwerpunkt dieser Arbeit darstellt.

- I. Wie sieht die historische Entwicklung der österreichischen Venture Capital und Private Equity Industrie und die aktuelle Situation in Hinblick auf Struktur der Beteiligungsgesellschaften, Investorenpalette und Investitionsverhalten aus?
- II. Was sind die Gründe für den Rückstand gegenüber vergleichbaren Ländern?
- III. Welche Veränderungen stehen bevor und wie wird deren Effekt auf die Szene sein?

Das Vorhandensein von Beteiligungskapital wird auch in Zukunft noch an Bedeutung gewinnen, da moderne Innovations- und Wachstumsstrategien die unternehmerischen Risiken erhöhen und somit die Finanzierung über traditionelle Kredite erschwert wird. Der Fortbestand und ein Wachstum des Marktes kann aber nur gewährleistet werden, wenn seine Schwächen bekannt sind und Ansatzpunkte für deren Beseitigung gefunden werden. Aus diesem Grund wird mit dieser Diplomarbeit versucht, einen kompakten Überblick der gravierendsten akuten Problemfelder zu geben.

Eine Reihe von Akzenten wurde bereits gesetzt, um einen Fortbestand und vor allem ein Wachsen der Szene sicherzustellen. In den kommenden Jahren werden zudem einige neue

¹ Grasser (2005), S. 4.

Entwicklungen, wie etwa die Einführung der Basel II Richtlinien einwirken, die die Risikokapitallandschaft verändern werden. Auch darauf wird in der vorliegenden Arbeit eingegangen.

Anhand folgender Kapitelübersicht soll dem Leser ein guter Überblick über den Aufbau der Arbeit gegeben werden:

In Kapitel 2 werden zunächst die Grundlagen von Venture Capital wie Definition und die wesentlichsten Merkmale behandelt.

Kapitel 3 erläutert die Funktionsweise einer Venture-Capital-Finanzierung. Dabei werden zunächst kurz die beteiligten Parteien sowie die unterschiedlichen Erscheinungsformen von Beteiligungen beschrieben. Anhand eines Sechsstufenmodells wird anschließend der Ablauf einer Finanzierung erörtert. Dieses Modell beinhaltet die Primäraktivitäten einer Venture-Capital-Gesellschaft im Laufe der Beteiligung. Weiters werden anhand der Agency-Theorie besondere Problemstellungen angeführt. Sie begründet das Einsetzen einer Managementgesellschaft als Intermediär zur Verbesserung der Gewinnaussichten des Investors. Anhand eines Lebenszyklusmodells einer Unternehmung werden dann die einzelnen Unternehmensphasen beschrieben. Dazu wird untersucht, wann ein Unternehmen auf Venture Capital zurückgreifen kann und welche finanziellen Mittel dem Unternehmen noch zur Verfügung stehen.

Das darauf folgende Kapitel 4 gibt schließlich einen kurzen Abriss über die historische Entwicklung von Venture Capital von den Anfängen in den USA bis zum Wachstumsmarkt Europa. Dabei werden der Vorreiter USA und der Nachfolger Europa getrennt betrachtet.

Nach der allgemeinen Einführung in das Thema Venture Capital erfolgt in Kapitel 5 eine eingehende Analyse des österreichischen Private Equity und Venture Capital-Marktes. Hier wird die Entstehung und aktuelle Größe des Marktes, die Struktur der Managementgesellschaften und deren Fonds, die Investoren, und die Portfoliounternehmen erläutert. Dieses Kapitel stellt eine Vorbereitung zur folgenden Problemanalyse der heimischen Szene dar, da erst diese Kenntnis das Verständnis der speziellen Probleme ermöglicht.

Im darauf folgenden Kapitel 6 werden eine Reihe von Faktoren, die einen negativen Einfluss auf den Private Equity Markt nehmen und schwerwiegende Entfaltungshemmnisse darstellen, behandelt. Wie schon erwähnt baut dieser Abschnitt unter anderem auf die Erkenntnisse des vorangegangenen Kapitels auf. Eine weitere wichtige Quelle stellen die geführten Interviews aus dem Anhang dar.

Kapitel 7 versucht schließlich einen Blick in die Zukunft zu werfen. Es werden schon in Angriff genommene Anstrengungen, die erwähnten Probleme zu beseitigen, beschrieben. Dazu wird auf die zu erwartende dynamische Veränderung der Szene durch in Zukunft auftretende, wechselnde Rahmen- und Umweltbedingungen hingewiesen.

Der Anhang – Kapitel 8 – ist das Abschlusskapitel und beinhaltet Gespräche mit Managern der Venture Capital-Gesellschaften Capexit und Go Equity, als auch ein Interview mit dem Geschäftsführer der Austrian Venture Capital and Private Equity Organisation (AVCO) und dem Leiter des Bereiches Eigenkapital & Kapitalmarkt des Austrian Wirtschaftsservice (AWS).

2. GRUNDLAGEN VON PRIVATE EQUITY UND VENTURE CAPITAL

2.1 Definitionsansätze Private Equity und Venture Capital

Seit Mitte der 50er Jahre hat sich in den USA und seit den 80er Jahren auch in Europa mit Private Equity ein neues, spezialisiertes Marktsegment für privatvermitteltes, externes Eigenkapital entwickelt. Private Equity stellt im Gegensatz zum öffentlichen Handel auf Aktienmärkten, dem Public Equity, Beteiligungskapital für Unternehmen zur Verfügung, die nicht an einer Börse notieren.²

Der Terminus „Private Equity“ ersetzt in der europäischen Praxis vielfach den Begriff Venture Capital, obwohl es sich dabei um Begriffe unterschiedlicher Bedeutung handelt.³ Aus dieser ungenauen Abgrenzung dieser Begriffe, existieren eine Vielzahl von Definitionen für Venture Capital.

In Hisrichs Lehrbuch „Entrepreneurship“ wird Venture Capital, das zunächst wörtlich übersetzt soviel wie „Wagnis-, oder Risikokapital“ bedeutet, folgendermaßen beschrieben:

„In fact venture capital can best be characterised as a long-term investment discipline, usually over a 5-year period, in the creation of early stage companies [...]“⁴

Diese Definition ist allerdings sehr allgemein gefasst.

Prester schließt mit ihrer Definition der risikobehafteten Eigenkapitalfinanzierung von Investitionen in Unternehmen ohne Historie und ohne materielles Vermögen die Begriffe der Risikobereitschaft und des Risikokapitals ein.⁵

Schefczyk wiederum verwendet einen sehr allgemeinen Ansatz und definiert Venture Capital als Beteiligungsfinanzierung bei Unternehmen, die zumindest zum Finanzierungszeitpunkt nicht börsenreif sind.⁶

Dieser Ansatz entspricht im Wesentlichen eher dem des Private Equity, weshalb im folgenden Kapitel kurz die Zusammenhänge und Unterschiede der Begriffe Risikokapital, Private Equity und Venture Capital erläutert werden.

² Peneder/Wieser (2002), S. 20.

³ Rath (2003), S. 19.

⁴ Hisrich (2002), S. 392.

⁵ Prester (2002), S. 9.

⁶ Schefczyk (2000), S. 16.

2.2 Abgrenzung Risikokapital, Private Equity, Venture Capital

Um einen besseren Überblick über die Eigenschaften und Unterschiede der Begriffe zu erhalten, werden hier die drei Formen – Risikokapital, Private Equity und Venture Capital – getrennt beschrieben und anschließend in einer Abbildung ihre Beziehung zueinander dargestellt.

2.2.1 Risikokapital

Risikokapital wird als Überbegriff verwendet und wird von Unternehmen für bestimmte wirtschaftliche Aktivitäten benötigt, deren Ausgang unsicher ist. Mit diesem Begriff wird generell Kapital bezeichnet, für welches keine Rückzahlungspflicht besteht, der Gläubiger über kein Kündigungsrecht verfügt, auch kein fester Zinsanspruch vereinbart wird und welches im Konkursfall verloren ist.⁷ Eigenkapital ist demnach als Risikokapital einzustufen, welches dem Unternehmen für risikoreiche Investitionen zur Verfügung steht. Je höher das Risiko solcher Investitionen, desto höher müsste der Eigenkapitalanteil sein, da die Wahrscheinlichkeit des Misserfolges, und des damit verbundenen Auftretens von Zahlungsschwierigkeiten, steigt.⁸ Dabei kann dieser Kapitalzuschuss aus dem Privatvermögen der Unternehmensgründer (internes Risikokapital) oder von unternehmensfremden Investoren (externes Risikokapital), wie das bei *Private Equity* und *Venture Capital* der Fall ist, erfolgen.

2.2.2 Private Equity

Unter dem Begriff Private Equity versteht man Eigenkapital, welches für bereits etablierte, größere Unternehmen aller Branchen, die jedoch noch nicht an einer Börse notieren, zur Verfügung gestellt wird.⁹ Dieses Finanzierungsinstrument setzt dort ein, wo die traditionelle Kreditfinanzierung versagt oder nicht mehr ausreicht und eröffnet Unternehmen somit neue Investitionsmöglichkeiten. Diese Unternehmen befinden sich in der Regel bereits in späteren Unternehmensphasen – wie etwa unmittelbar vor dem Börsegang – und verwenden das Private Equity um beispielsweise Akquisitionen zu finanzieren oder die Bilanzstruktur zu verbessern.¹⁰

⁷ Schween (1996), S. 15.

⁸ Lechner/Egger/Schauer (1999), S. 278.

⁹ Leitinger u.a. (2000), S. 89.

¹⁰ Jud (2003), S. 28ff.

2.2.3 Venture Capital

Der Begriff Venture Capital bezeichnet eine spezielle Form von Private Equity, das in Gründungs- und Wachstumsphasen junger, innovativer Unternehmen eingesetzt wird, die in der Regel ein höheres Risiko aufweisen, als Beteiligungen an Projekten etablierter Unternehmen.¹¹ Da diese Unternehmen unter anderem aufgrund fehlender Sicherheiten und Historie einen beschränkten Zugang zu klassischem Fremdkapital besitzen und darüber hinaus schnell an die Grenzen ihres Selbstfinanzierungspotentials stoßen, kommt der externen Finanzierung durch Venture Capital eine wichtige Rolle zu.¹² Das risikobereite Eigenkapital wird dem Unternehmen gemeinsam mit Beratung und Managementunterstützung für einen befristeten Zeitraum¹³ zur Verfügung gestellt.¹⁴

Bis heute konnte keine klare, absolut anerkannte Definition von Venture Capital entwickelt werden. Allerdings lassen sich Venture-Capital-Finanzierungen durch folgende Merkmale charakterisieren:¹⁵

- **Eigenkapitalfinanzierung:**

Ein zentrales Wesensmerkmal von Venture Capital stellt die Funktion als voll haftendes, externes Eigenkapital dar. Die Renditeerzielung erfolgt nicht durch laufende Erträge, sondern durch Kapitalgewinne aus der Veräußerung der Anteile.¹⁶

- **Minderheitenbeteiligung:**

Im Zuge von Venture-Capital-Finanzierungen werden Minderheitsbeteiligungen eingegangen, um die eigentliche Entscheidungsautonomie bei den Unternehmensgründern zu belassen. Allerdings umfasst der Beteiligungsanteil oft mehr als 25%, um über die Sperrminorität wesentliche Grundsatzbeschlüsse mitbeeinflussen zu können.¹⁷ Bei Buy-Out Geschäften werden jedoch oft Mehrheitsanteile übernommen.

- **Zeitlich begrenztes Engagement**

Ein wesentliches Merkmal von Venture-Capital-Finanzierungen ist die zeitlich befristete Kapitalbereitstellung, die in jedem Fall mit einem Ausstieg (Exit) des Risikokapitalgebers endet.

¹¹ Peneder/Wieser (2002), S. 20.

¹² Heitzer/Sohn (1999), S. 397.

¹³ In der Regel für eine Zeitdauer von vier bis acht Jahren.

¹⁴ Trenkwalder (2003), S. 573.

¹⁵ Schefczyk (2000), S. 18.

¹⁶ Roling (2001), S. 6.

¹⁷ Leitinger u.a. (2000), S. 91.

- **Kontroll- und Mitspracherechte**

Venture Capital Geber¹⁸ lassen sich nahezu immer umfangreiche Kontroll- und Mitspracherechte in Bezug auf strategische Entscheidungen und die Verwendung der eingebrachten Mittel einräumen. Dadurch soll sichergestellt werden, dass Unternehmen im Sinne des VCG handeln.

- **Managementfunktionen**

Die Venture-Capital-Finanzierung ist zusätzlich dadurch gekennzeichnet, dass der VCG aktive Managementunterstützung zu leisten bereit ist. Diese Unterstützung bezieht sich größtenteils auf die strategische Ausrichtung des Unternehmens und auf die Vorbereitung von Börsengängen.¹⁹

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass es sich bei einer Venture-Capital-Finanzierung um eine zeitlich begrenzte Eigenkapitalbeteiligung handelt, die mit aktiver Managementunterstützung verbunden ist und jungen, innovativen Wachstumsunternehmen in frühen Entwicklungsphasen langfristig zur Verfügung gestellt wird. Der bereits im Voraus geplante Exit des Kapitalgebers ist dabei auf eine möglichst hohe Wertsteigerung des Unternehmens ausgerichtet.

In der Folge werden, aus Vereinfachungsgründen wegen der nicht genau geregelten Abgrenzung, die Begriffe Venture Capital als auch Private Equity gleichgesetzt und im Kontext des vorbörslichen Risikokapitalmarktes für kleine und mittlere Unternehmen verwendet.

Nachstehende Abbildung 1 soll einen abschließenden Überblick über die Begriffsabgrenzungen geben, und nochmals die Zusammenhänge verdeutlichen.

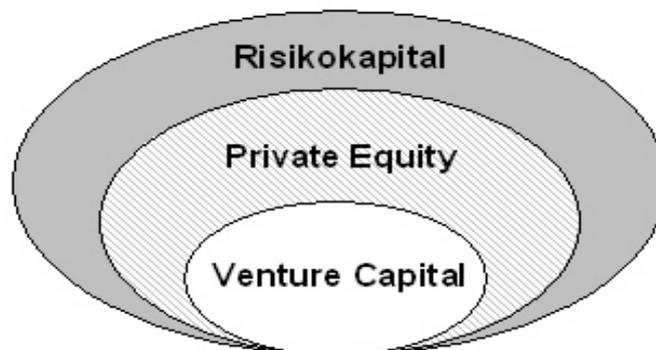


Abbildung 1: Abgrenzung der Begriffe Risikokapital, Private Equity, Venture Capital

Quelle: Rath (2003), Seite 20

¹⁸ Venture Capital Geber werden in der Folge mit VCG abgekürzt.

¹⁹ Leitinger u.a. (2000), S. 95.

3. FUNKTIONSWEISE EINER VENTURE CAPITAL FINANZIERUNG

3.1 Beteiligte an einem Venture Capital Prozess

Eine Venture-Capital-Finanzierung ist ein Beziehungsgefüge, in dem im wesentlichen zwei Parteien, der Risikokapitalnehmer und der Risikokapitalgeber, zusammenwirken und von denen der Erfolg der Finanzierung abhängig ist. Zusätzlich können Fondsinvestoren als dritte Partei hinzukommen.

Die **kapitalsuchenden Unternehmen** sind oft junge Innovationsunternehmen, die aufgrund innovativer Ideen über ein hohes Marktpotenzial verfügen, aber nicht das nötige Kapital besitzen, um diese Ideen auch zu verwirklichen. Sie haben Probleme ihre Liquidität aufrecht zu halten, da Kapitalzuflüsse auf längere Zeit nicht zu erwarten sind, der Kapitalbedarf jedoch steigt, sodass die Eigenmittel nicht mehr zur Finanzierung ausreichen. Der Wert eines solchen Unternehmens besteht zum Großteil aus seinen Wachstumsmöglichkeiten („growth options“), patentierbaren Ideen und Humankapital. Sachwerte, die zur Besicherung einer Fremdkapitalfinanzierung genutzt werden könnten, stehen nicht im ausreichenden Maße zur Verfügung. Diese Unternehmen haben nun die Möglichkeit, eine Kapitalbeteiligung eines Risikokapitalgebers in Anspruch zu nehmen und somit zu einem Beteiligungsunternehmen zu werden.²⁰ Neben der Beseitigung finanzieller Defizite geht im Rahmen des Einstieges eines Venture Capitalisten auch um die Bewältigung personeller Defizite, welche in der Regel durch die starke Abhängigkeit von einer Gründerpersönlichkeit resultieren, die häufig wenig Wissen im kaufmännisch-finanziellen Bereich aufweisen.²¹

Die **Investoren** oder **Risikokapitalgeber** bringen zusätzliches Kapital in Unternehmen ein und gehen somit eine Beteiligung mit dem jeweiligen Risikokapitalnehmer ein. Im Gegenzug erwartet sich der Risikokapitalgeber für die Übernahme des hohen Investitionsrisikos eine entsprechend attraktive Wertsteigerung der Unternehmensanteile sowie diverse Mitsprache- und Kontrollrechte im Beteiligungsunternehmen. Neben der Kapitalbereitstellung erbringt er jedoch auch häufig Beratungs- und Managementdienstleistungen. Grundsätzlich existieren zwei Arten von Beteiligungen, die Direkte und die Indirekte. Dazwischen gibt es allerdings Mischformen, die keinem der beiden Begriffe klar zugeordnet werden können.²²

Zunächst ist die *direkte Beteiligung* einzelner oder kleiner Gruppen von Investoren unmittelbar an den nicht börsereifen Unternehmen ohne Zwischenschaltung von Institutionen

²⁰ Jesch (2004), S. 24.

²¹ Leitinger u.a. (2000), S. 148.

²² Leitinger u.a. (2000), S. 117.

möglich.²³ Diese Form der Beteiligung findet meist in einer frühen Entwicklungsphase eines Wachstumsunternehmens statt. Zu Investoren dieser Kategorie zählen **Verwandte und Freunde, Business Angels** und **Quasi-Fonds**.

Freunde und Verwandte stellen gelegentlich Risikokapital zur Verfügung, um dem persönlich nahe stehenden Innovator seine Geschäftsidee zu ermöglichen. Dabei verzichten sie für gewöhnlich auf die Beibringung von Sicherheiten und auf die Beteiligung an der Unternehmensgründung.²⁴

Business Angels sind Privatpersonen, die zusätzlich zum eingebrachten Kapital auch über Branchenwissen und Erfahrung verfügen und aktive Unterstützung (z.B. Coaching oder Managementhilfe) bereitstellen. Das Honorar besteht aus Unternehmensanteilen. Sie investieren nicht allein aus Gründen der Gewinnerzielung, sondern verfolgen auch nicht-monetäre Ziele.²⁵ So wollen sie zum Beispiel ihre geschäftlichen Fähigkeiten nochmals unter Beweis stellen und möglichst aktiv am Aufbau des Unternehmens teilnehmen, weshalb sie auch als „Hands-on“-Investoren bezeichnet werden.²⁶ Es haben sich schon mehrere Netzwerke gebildet, die ihre Dienst als Business Angels anbieten.

Ebenso stellen *Quasi-Fonds*, bei denen Banken, Berater oder Makler als Kapitalvermittler auftreten, ohne jedoch selbst mit eigenem oder fremdem Kapital aktiv zu agieren, auf die Erzielung möglichst hoher Wertsteigerungen ab. In vielen Fällen verwaltet eine zwischengeschaltete Gesellschaft das bereitgestellte Kapital treuhändig und führt Beratungen durch. Die Intention von Quasi-Fonds liegt vor allem in der Risikodiversifikation durch die Beteiligung an mehreren Unternehmen.²⁷

Im Gegensatz zur direkten Beteiligungsform fungieren die Risikokapitalgeber bei der indirekten Beteiligung nur als Kapitalsammelstelle. Sie agieren mehr oder weniger als Finanzintermediäre, die das aufgebrachte Kapital von den Investoren in einer eigenen Gesellschaft bündeln.²⁸ In diese Kategorie lassen sich **Venture Capital Gesellschaften** und **Inkubatoren** einordnen. Abbildung 2 zeigt die Art der Beteiligung der Akteure bei einer indirekten Beteiligung.

²³ Schefczyk (2000), S. 21.

²⁴ Leitinger u.a. (2000), S. 117 ff.

²⁵ Stadler (2000), S. 330.

²⁶ Janela-Hirtl/Höbart (2003), S. 129.

²⁷ Leitinger u.a. (2000), S. 118.

²⁸ Leitinger u.a. (2000), S. 117.

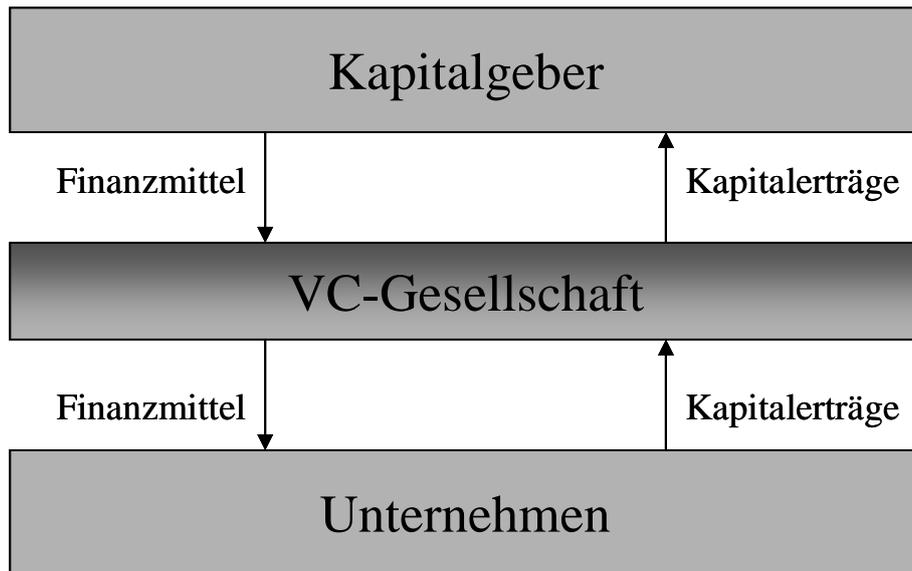


Abbildung 2: Akteure einer indirekten VC-Finanzierung
 Quelle: Gompers/Lerner (1999), Seite 9.

Das Konzept des *Inkubators* entspricht im Wesentlichen dem eines Innovations-, Technologie- und Gründerzentrums. Neben der finanziellen Beteiligung, die in der Regel indirekt über Fonds erfolgt, liegt der Schwerpunkt in der nötigen Infrastruktur, wie zum Beispiel Büroräumlichkeiten und EDV-Ausstattung, weiters Managementkapazitäten für Unternehmen in sehr frühen Entwicklungsphasen.²⁹

Schließlich ist noch die Beteiligungsform der *Venture-Capital-Gesellschaften* anzuführen. Diese Gesellschaften stellen wie die bereits oben erwähnten Inkubatoren, jungen und expandierenden Unternehmen formelles Venture Capital zur Verfügung. Dabei agiert der Venture-Capital-Fonds als Intermediär und investiert zuerst Kapital von verschiedenen Anlegern in Portfoliounternehmen, um danach die Erträge aus den Beteiligungen in Form von Ausschüttungen wieder an die Anleger zurückzuleiten.³⁰ Venture Capital Fonds verfolgen als institutionelle Investoren allerdings ausschließlich das Ziel der Renditemaximierung.

Am Venture Capital Markt befinden sich eine Vielzahl von Fonds mit unterschiedlichem Investitionsfokus, unterschiedlicher Eigentümerstruktur und teilweise mit Spezialisierung auf bestimmte Finanzierungsphasen. Nach dem strategischen Investmentfokus lassen sich Venture-Capital-Fonds unterscheiden, die ihre Beteiligungen auf bestimmte Branchen, Technologien, Regionen oder Investitionsvolumina beschränken. Teilweise spezialisieren sich Venture-Capital-Fonds auch auf die Finanzierung von Unternehmen in bestimmten Entwicklungsphasen. So stellen zum Beispiel Early-Stage Venture-Capital-Fonds nur Kapital

²⁹ Leitinger u.a. (2000), S. 120.

³⁰ Schefczyk (2000), S. 10.

und Managementunterstützung für Unternehmen in der Seed- und Start-up-Phase zur Verfügung.³¹

Corporate Venturing und die Finanzierung der Risikokapitalnehmer durch **Aktionäre** können sowohl in einer direkten, als auch in einer indirekten Beteiligung ablaufen. Aus diesem Grund werden sie im Bereich der Mischformen zusammengefasst.³²

Bei *Corporate Venture Capital* treten etablierte Unternehmen als Venture-Capital-Investoren auf. Sie werden auch als strategische Investoren bezeichnet, da sie mit einer Beteiligung neben den finanziellen Interessen vor allem klare strategische Ziele verfolgen. Sind VCG und Nehmer in derselben Branche tätig, bestehen die Ziele oft auch in der Schaffung zukünftiger Produktpotentiale, der Sicherung der technologischen Weiterentwicklung und dem Zugang zu qualifiziertem Personal. Diese Zielsetzungen werden unter dem Schlagwort „Window of technology“ zusammengefasst.³³

Im Vergleich zu den vorangegangenen Beteiligungsformen handelt es sich bei *Aktionären* um eine klassische Spätphasenfinanzierung. Erst in späteren Entwicklungsphasen kommt es zu einer Börsennotierung, wonach den Unternehmen Kapital entweder direkt von den Aktionären oder indirekt im Wege eines Investmentfonds zur Verfügung gestellt wird.³⁴

Abbildung 3 verdeutlicht noch einmal die Möglichkeiten der Risikokapitalbeschaffung.

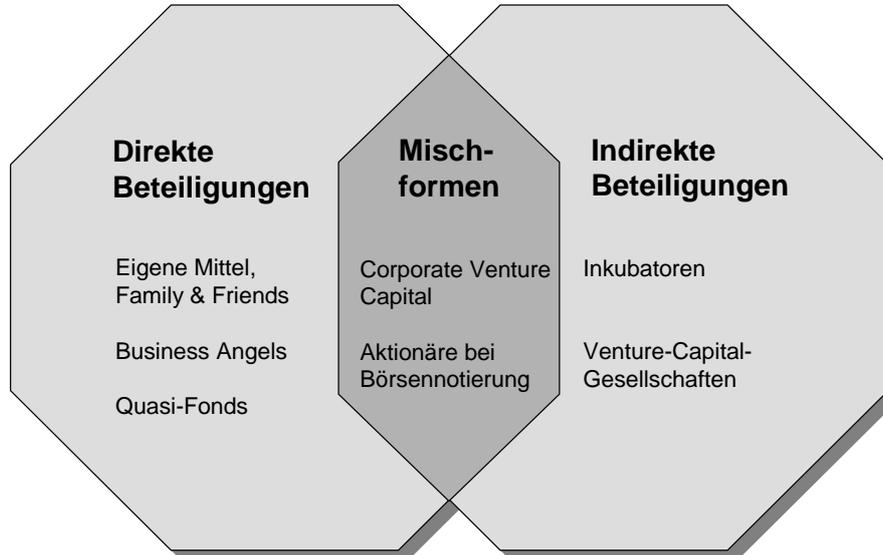


Abbildung 3: Möglichkeiten der Aufbringung von Risikokapital
Quelle: Drbusek (2004), Seite 49.

³¹ Janela-Hirtl/Höbart (2003), S. 131.

³² Leitinger u.a. (2000), S. 118.

³³ Leitinger u.a. (2000), S. 131.

³⁴ Leitinger u.a. (2000), S. 118.

3.2 Ablauf einer Venture Capital Finanzierung

Der Ablauf einer Venture Capital-Finanzierung lässt sich anhand der Wertekette³⁵ darstellen. Die Finanzierung kann somit in sechs Stufen dargestellt werden und beinhaltet damit die Primäraktivitäten einer Venture-Capital-Gesellschaft.

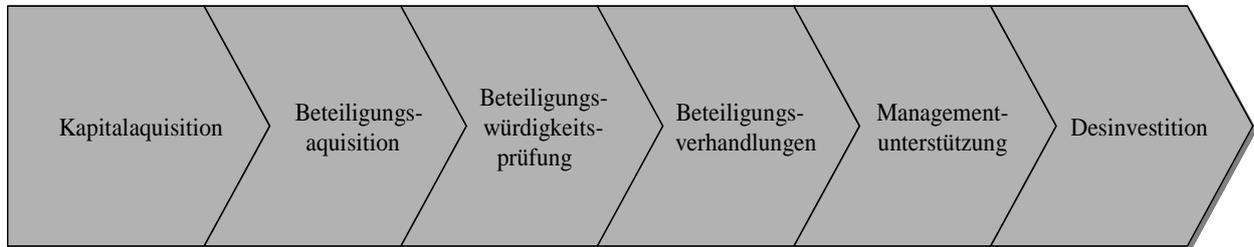


Abbildung 4: Die Wertekette

Quelle: modifiziert nach Schröder (1992), Seite 40 und Zemke (1995), Seite 103

3.2.1 Kapitalaquisition

Die Ausstattung der VC-Gesellschaft mit Kapital stellt die Grundlage des Geschäfts dar und wird daher als die erste Phase definiert. In der VC-Branche wird diese Phase allgemein als „Fundraising“ bezeichnet. Für den Erfolg des Fundraisings ist es von essentieller Bedeutung, dass das Fondsprofil auf die Motive und Ziele der Anleger abgestimmt ist, denn die meisten Investoren haben spezifische Präferenzen bezüglich der Investitionsschwerpunkte des Venture Managements³⁶. In diesen Fällen muss der Fondsgegenstand bereits vor Einzahlung der Fondsmittel feststehen.³⁷ Das gemeinsame Ziel von Investoren und Beteiligungsgesellschaften ist es, am Ende des Engagements durch den Exit eine möglichst hohe Rendite zu erzielen.³⁸

3.2.2 Beteiligungs-aquisition

In der Phase der Beteiligungs-aquisition, auch „Deal Flow“³⁹ genannt, verschafft sich eine VC-Gesellschaft Informationen über ein Portfoliounternehmen^{40, 41}. Der Deal Flow gilt auch als Indikator für die Marktakzeptanz der einzelnen Beteiligungsgesellschaften.⁴²

Die Kontaktaufnahme kann einerseits vom kapitalsuchenden Unternehmen (passiver Ansatz), als auch von der VC-Gesellschaft (aktiver Ansatz) ausgehen. In der Praxis kommt jedoch meist der passive zum Tragen, das heißt, die kapitalsuchenden Unternehmen stellen

³⁵ Die Wertekette wurde von Porter (siehe Porter, M.E., Competitive Advantage, 1989) als Diagnoseinstrument zur systematischen Durchleuchtung einer Unternehmung entwickelt.

³⁶ Venture Management wird die vom VCG zur Verfügung gestellte Managementunterstützung genannt.

³⁷ Prester (2002), S. 39.

³⁸ Peneder/Wieser (2002), S.35.

³⁹ Im Beteiligungsmanagement wird der Begriff Deal Flow für die potentiell von VC-Gesellschaft erreichbaren Unternehmensbeteiligungen verwendet.

⁴⁰ Portfoliounternehmen werden in der Folge mit PU abgekürzt.

⁴¹ Schefczyk (2000), S. 34.

⁴² Prester (2002), S. 41.

einen Antrag und legen diesbezüglich den VC-Gesellschaften ihren Business Plan vor. Bei der Auswahl des geeigneten VCG sind eine Reihe von wichtigen Gesichtspunkten zu beachten. Einerseits muss sich das Unternehmen in einer Phase befinden und in einer Branche tätig sein, die von der VC-Gesellschaft finanziert wird, damit diese auch die nötigen Managementstrukturen vorweisen zu kann. Andererseits sollten auch die geographische Komponente und das benötigte Volumen der Finanzierung mit den Vorstellungen des Investors einhergehen.⁴³

Schließlich muss der Risikokapitalgeber eine Entscheidung treffen. Die Auswahl geeigneter und erfolgsversprechender Projekte und Geschäftspläne sind eine der wichtigsten Aufgaben einer Beteiligungsgesellschaft. Zusätzlich ist eine Risikodiversifikation durch den Aufbau eines Portfolios an Unternehmen nötig, um eine bessere Ertrags-/Risikorelation zu erzielen. Neben der Relevanz der Projektauswahl beeinflussen auch die Qualität, die Beratungsleistungen und die Kontrolle durch den VCG den Erfolg des PU und dadurch schließlich den Eigenen wesentlich.⁴⁴

3.2.3 Beteiligungswürdigkeitsprüfung

Nach der prinzipiellen Übereinkunft zur Zusammenarbeit folgt die genaue Eignungsprüfung des PU. Diese wird in mehreren Stufen durchlaufen, in deren Zuge untersucht wird, ob das potentielle PU die Beteiligungskriterien der VC-Gesellschaft erfüllt.

Das erfolgt im ersten Schritt durch eine Vorprüfung, durch den Beteiligungsmanager anhand bestimmter Kennzahlen zu Produkt, Markt, Umsatz- und Ertragsausichten, sowie Management und Veräußerungsmöglichkeiten. In dieser, auch Short-Screening genannten Phase, werden durchschnittlich bereits etwa 75 Prozent der Geschäftspläne als nicht förderungswürdig abgelehnt. Ziel der Vorprüfung ist es, beiden Seiten bei von Anfang an aussichtslos erscheinenden Projekten Zeit und Geld zu sparen. Ist das Short-Screening, das größtenteils aus einem Studium der Businesspläne der um Finanzierung ansuchenden Gesellschaften besteht, abgeschlossen, ist der nächste Schritt die Unterzeichnung eines „letter of intent“, der das Fortführen des Prüfungsprozesses beidseitig festlegt. Der „letter of intent“ verschafft der VC-Gesellschaft eine gewisse Exklusivität, die bei Rücktritt des Unternehmens einen Ersatz der bis dahin angefallenen Prüfungskosten ermöglicht. Der Vorteil des Unternehmers liegt in dem so von der VC-Gesellschaft bestätigten Interesse und Ressourceneinsatz, welche eine Basis für die anschließende Feinprüfung darstellt.⁴⁵

⁴³ Rath (2003), S. 26.

⁴⁴ Peneder/Wieser (2002), S.43.

⁴⁵ Prester (2002), S. 50.

Die Feinanalyse („Due Diligence“) ist der folgende Schritt der Beteiligungsprüfung. Die im Rahmen der Grobanalyse betrachteten Bereiche werden in der Due Diligence erneut aufgegriffen, jedoch liegt der Unterschied in ihrem wesentlich detaillierteren und differenzierteren Vorgehen. Die Teilbereiche der Due Diligence erstrecken sich neben einer Analyse der rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen vorwiegend auf eine Analyse des Marktes der Geschäftsidee, der Finanzposition der Unternehmen, des Managements und der potentiellen Exit-Varianten.⁴⁶

3.2.4 Beteiligungsverhandlungen

Schließlich werden mit den ausgewählten Unternehmen Beteiligungsverhandlungen geführt, wobei eventuell auch weitere Beteiligte, wie zum Beispiel Banken, andere VCG und Investoren miteinbezogen werden können.⁴⁷ Bevor es zum Abschluss der Beteiligung kommt, muss die Frage nach deren Preis gestellt werden. Es gilt zu ermitteln, wie viel für eine bestimmte prozentuelle Beteiligung bezahlt werden muss, bzw. in welcher Höhe ein Anteil am Unternehmen bei gegebenem Kapitalbedarf ausfällt. Außerdem müssen die Rechtsform der Beteiligung und die Form des Exits festgelegt werden. All das muss vertraglich geregelt werden.

In der Regel werden drei Verträge erstellt.⁴⁸ Dies sind

- I. Der Kooperationsvertrag, der die Bedingungen des Einstieges des Risikokapitalgebers (wie Erhöhung des Stammkapitals, zukünftige Aufteilung der Geschäftsanteile, etc.) umfasst. Er regelt die Verpflichtungen beider Parteien und beinhaltet Haftungen und Garantien.
- II. Der Gesellschaftsvertrag. Dieser ist durch den Einstieg eines Risikokapitalgebers zu erweitern, oder, bei einer Unternehmensneugründung aufzusetzen. Dies betrifft im Besonderen die Rolle der Generalversammlung und/oder die Einrichtung eines Beirates. Weiters wird der Verkauf von Geschäftsanteilen des Kapitalgebers und des PU sowie etwaige Vorkaufsrechte genau geregelt.
- III. Der Geschäftsführervertrag, der die dienstrechtlichen Belange des Geschäftsführers, der oft auch Gesellschafter ist, beinhaltet. Durch die starke Konzentration auf dessen Fähigkeiten sind diese Verträge oft auf mehrere Jahre unkündbar.

⁴⁶ Prester (2002), S. 51 ff.

⁴⁷ Schefczyk (2000), S. 34.

⁴⁸ Koo (1997), S. 84 ff.

Mit der Unterzeichnung aller Verträge (Notariatsakt) kann schließlich zur nächsten Phase des Venture Capital-Prozesses übergegangen werden.

3.2.5 Managementunterstützung

Die Beteiligungsbetreuung umfasst alle Aktivitäten vom Vertragsabschluss bis zum vollständigen Verkauf der Beteiligung. Diese Managementunterstützung zählt zu den wichtigsten Aufgaben jedes Venture Capitalisten. Ausschlaggebend für den Erfolg seiner Unterstützung sind einerseits die Akzeptanz der externen Manager durch die Unternehmensgründer, sowie andererseits die Macht und Mittel des VCG, eigene Maßnahmen und Vorschläge notfalls auch gegen den Willen der Gründer durchzusetzen.⁴⁹

Bezüglich der Intensität der Betreuung lassen sich drei Alternativen unterscheiden:⁵⁰

- I. Die Hands-on-Betreuung ist eine in Bezug auf Zeitengagement und Tätigkeitsfelder sehr intensive Art der Managementunterstützung, wie sie meist von Business-Angels (siehe Kapitel 3.1, Seite 9) praktiziert wird.
- II. Hands-off-Betreuung macht einen Eingriff in die Unternehmensführung nur in Ausnahmefällen erforderlich. In solchen Fällen beschränkt sich der VCG freiwillig auf die einem klassischen Fremdkapitalgeber zustehenden Rechte.
- III. Die von Venture Capital Gesellschaften am häufigsten angewandte Variante ist die Intermediate Strategy, bei der sich der Risikokapitalgeber in die strategische, nicht jedoch in die operative Unternehmensführung einbringt und nur in Ausnahmefällen bei Abweichung von den Sollvorgaben einen Eingriff vornimmt. Dabei sind zwei zentrale Gefahren zu beachten. Erstens darf das externe Management nicht zu sehr in das Tagesgeschäft hineingezogen werden, da es dadurch seine Personalressourcen nicht mehr effizient einsetzen kann. Zweitens ist die schrittweise Abtretung von Verantwortung und Kompetenzen der Geschäftsführung an den Risikokapitalgeber und dadurch die Entstehung eines „inoffiziellen Geschäftsführers“ zu vermeiden.

3.2.6 Desinvestition

Auch diese letzte Phase der Wertekette (siehe Abbildung 4) stellt ein charakteristisches Merkmal einer VC-Finanzierung dar. Ziel eines jeden VC-Fonds ist die Realisierung einer raschen und hohen Wertsteigerung im Zeitraum seiner Beteiligung, die von Anfang an nur einen befristeten Investitionshorizont umfasst. Anlässlich eines Exits werden nicht nur die

⁴⁹ Leitinger u.a. (2000), S. 186.

⁵⁰ Leitinger u.a. (2000), S. 187.

Eigenkapitalanteile der Risikokapitalgeber verkauft, sondern auch etwaige Gesellschafterdarlehen rückgeführt, die anlässlich der Beteiligung bereitgestellt wurden. Der Ausstieg zählt zu den wichtigsten Phasen im Rahmen eines Beteiligungsprozesses, da erst durch ihn, wie schon früher erwähnt, die Wertsteigerungen realisiert werden können.⁵¹

Vorraussetzung für eine erfolgreiche Desinvestition sind folgende Faktoren:⁵²

- **Attraktivität:**

Das Unternehmen zeichnet sich durch ein gutes Management, Krisenbeständigkeit und Innovationskraft aus. Umsatz und Gewinn sind gesteigert, die Entwicklungschancen gegeben.

- **Image:**

In einer mehrjährigen Vorbereitungszeit werden die in der Vergangenheit erreichten Erfolge dokumentiert und zusammen mit den Zukunftschancen nach außen getragen, um in der Öffentlichkeit einen guten Ruf zu erzeugen.

- **Professionelle Auswahl:**

Der richtige Zeitpunkt wird abgewartet, der Exit erfolgt ohne Zeitdruck. Die gewählte Alternative des Exits ermöglicht eine weitere positive Entwicklung des Unternehmens und erfolgt in Abstimmung mit den alten und neuen Gesellschaftern.

Im weiteren Verlauf werden die möglichen Exitvarianten einer VC-Finanzierung aufgezählt und erläutert.

3.2.6.1 Börsengang

Ein Börsengang, auch als „Initial Public Offering“⁵³ bezeichnet, gilt in guten Kapitalmarktzeiten als die beliebteste und lukrativste Form des Exits, da sich infolge der breiten Streuung der Aktien der mit Abstand höchste Verkaufspreis erzielen lässt.⁵⁴ Es werden Unternehmensanteile in Form von Aktien am Kapitalmarkt ausgegeben und beide Parteien, sowohl das Unternehmen als auch der VCG, wollen dabei einen möglichst hohen Börsenwert erzielen.

Allerdings hat ein Börsengang nicht nur Vorteile. Ein Börsengang ist jener Exitkanal, der die intensivste Vorbereitung erfordert. Um einen Börsengang erfolgreich realisieren zu können, muss das Unternehmen zunächst einmal in eine Aktiengesellschaft umgewandelt werden. Zusätzlich müssen bestimmte Zulassungsvoraussetzungen, wie etwa im Hinblick auf

⁵¹ Leitinger u.a. (2000), S. 285.

⁵² Koo (1997), S. 87 ff.

⁵³ Ein IPO ist der erstmalige Zugang eines Unternehmens an die Börse.

⁵⁴ Leitinger u.a. (2000), S. 290.

Umsatzwachstum, Innovationskraft, Controlling, Berichtswesen, Kapitalausstattung und Platzierungsvolumen, erfüllt werden.⁵⁵ (Die Schaffung dieser Voraussetzungen sind äußerst kapitalintensiv, weshalb ein IPO auch eine Möglichkeit für eine VC-Gesellschaft ist an dieser Stelle als Kapitalgeber einzusteigen) Erst nach Erfüllung dieser Voraussetzungen können erstmals Aktien, man spricht in diesem Zusammenhang von einer Neuemission, an einem organisierten Wertpapiermarkt platziert und verkauft werden. Die dadurch entstehende breite Eigentümerbasis und die Möglichkeit der Eigenkapitalaufstockung sind für einen Börsengang charakteristisch.⁵⁶

Außerdem ist es einem Risikokapitalgeber bei einem IPO nicht möglich, seine gesamte Beteiligung auf einen Schlag abzustößen. Er ist zumeist verpflichtet, eine bestimmte Beteiligungsquote für eine vorab fixierte Dauer – die *Lock-up-Frist* – im eigenen Bestand zu halten. Erst nach Ablauf dieser Frist kann er versuchen die restlichen Anteile zu verkaufen. Mit dieser Vorgangsweise wird sein eigenes Ergebnis an die Marktperformance der neuen Aktie gebunden und er liefert dadurch ein Qualitätssignal an die übrigen Kapitalmarktteilnehmer.⁵⁷

3.2.6.2 Trade Sale

Der Trade Sale ist, obwohl etwas weniger beliebt als der Börsengang, die häufigste Exitvariante. Gründe dafür sind sowohl die in den vergangenen Jahren erst entstandenen Wachstumsbörsen, als auch einer Nichteignung von Unternehmen für einen IPO.⁵⁸

Als Trade Sale werden solche Transaktionen bezeichnet, bei denen ein strategischer Investor die Anteile der ursprünglichen Wagniskapitalgeber übernimmt. Solche Investoren sind oft industrielle Betriebe aus der gleichen Branche. Für die Käufer bedeutet der Erwerb innovativer Wachstumsgesellschaften einen raschen Zugang zu neuen Märkten und Technologien. Da strategische Investoren regelmäßig am Erwerb von Mehrheitsbeteiligungen interessiert sind, werden ihnen oft Vorkaufsrechte für etwaige weitere Anteile eingeräumt.⁵⁹

Vorteile des Trade Sales liegen vor allem in den wesentlich niedrigeren Kosten und organisatorischen Aufwänden der Vorbereitung. Betrieblich gesehen kann positiv vermerkt werden, dass die Chancen für eine positive Unternehmensentwicklung durch die Einbettung in einen größeren Konzern, die Erhöhung der Synergien, leichteren

⁵⁵ Jesch (2004), S. 97 und Weitnauer (2001), S. 382.

⁵⁶ Ermisch/Thoma (2002), S. 28

⁵⁷ Börner/Geldmacher (2001), S. 695.

⁵⁸ Leitinger u.a. (2000), S. 294.

⁵⁹ Börner/Geldmacher (2001), S. 696.

Marktzutrittsmöglichkeiten sowie Erhöhung der Marktanteile aufgrund einer Konzentration auf bestimmte Schwerpunkte erhöht werden.

Jedoch lässt sich bei einem Trade Sale im Vergleich zum IPO für den VCG in der Regel kein ähnlich hoher Verkaufswert erzielen. Dies liegt an der wesentlich kleineren Anzahl an Interessenten, wodurch der Wettbewerb um die zu erzielenden Anteile ein geringerer ist. Für das Management des PU ist der Trade Sale meist keine besonders beliebte Exitvariante. Je nach dem, in welchem Ausmaß Unternehmensanteile verkauft werden und welche strategischen Ziele der Käufer verfolgt, wird das alte Management entweder übernommen, oder ausgetauscht. Außerdem ist mit einem Verlust eines Teils der Kompetenzen und Unabhängigkeit auf jeden Fall zu rechnen.

Um sich aus diesem Grund vor einer nicht gewünschten Übernahme schützen zu können, wird in den Vertrag zwischen VCG und PU ein Passus eingearbeitet, der das Unternehmen vor einer Veräußerung der Anteile des VCG an Dritte ohne Zustimmung des Managements nicht gestattet.⁶⁰

3.2.6.3 Buy Back

Der Buy Back bezeichnet den Rückkauf der bei den Finanziers liegenden Unternehmensanteile durch die Altgesellschafter der Portfoliounternehmung. So ein Rückkauf wird am häufigsten bei einem Exit eines passiven Investors durchgeführt. Bei anderen VC-Gesellschaften erlangt er immer dann einen hohen Stellenwert, wenn ihnen kein anderer Exit-Kanal offen steht, da er als die schlechteste aller Varianten gilt. Die Ursache für diese Situation ist in der Regel der Mangel an interessierten Käufern oder ein grundsätzliches Akzeptanzproblem seitens des Managements, der den Verkauf an eine dritte Person nicht zulässt. Entsprechende Rückkaufs- bzw. Vorkaufsrechte sowie das Verfahren der Unternehmensbewertung sind meistens schon in den Beteiligungsverträgen geregelt. Im Falle einer negativen Unternehmensentwicklung lässt sich somit eine Verpflichtung zum Rückkauf der Anteile durch den Unternehmer vereinbaren. Aus Sicht des Risikokapitalgebers stellt diese Absicherungsmöglichkeit den wichtigsten Vorteil dieser Exitvariante dar.⁶¹ Positiv zu vermerken ist außerdem, dass Buy Backs relativ rasch und unbürokratisch durchzuführen sind und die neuen Eigentümer das gekaufte Unternehmen bereits sehr gut kennen.⁶²

Das Grundproblem des Buy Back liegt jedoch in einem möglichen Finanzierungsengpass der erwerbenden Gesellschafter. Diese haben sich in den meisten Fällen an Venture-Capital-

⁶⁰ Leitinger u.a. (2000), S. 294 ff.

⁶¹ Prester (2002), S. 73 ff.

⁶² Leitinger u.a. (2000), S. 294.

Gesellschaften gewandt, da ihr eigenes Vermögen zur Unternehmensfinanzierung nicht ausreichend war. Außerdem haben Unternehmensgründer bereits einen hohen Anteil ihres Vermögens im Unternehmen gebunden, womit die Bereitstellung weiterer Finanzmittel sehr erschwert wird.⁶³ Trotz allem stellt dieser Exit eine Möglichkeit dar, das vollständige Eigentum sowie die hundertprozentige Kontrolle über das Unternehmen zurück zu gewinnen.⁶⁴

3.2.6.4 Secondary Purchase

Bei dieser Art des Ausstieges werden die Anteile des VCG an andere Finanzinvestoren zur weiteren Betreuung des Unternehmens in einer nachfolgenden Finanzierungsphase veräußert. Häufig spezialisieren sich Kapitalgeber auf eine bestimmte Phase in der Unternehmensentwicklung (z.B. Start-up) und übergeben, nach Erreichen dieser Phase, ihre Anteile an einen neuen Risikokapitalgeber.⁶⁵

Dieser Exitkanal steht somit nur dem Risikokapitalgeber zur Verfügung. Da sich allerdings im Vergleich zu den bisher behandelten Ausstiegsformen nicht extrem hohe Verkaufserlöse lukrieren lassen, zählt der Secondary Purchase nicht gerade zu den am häufigsten in Anspruch genommenen Möglichkeiten.⁶⁶ Und das, obwohl der Beteiligungsverkauf im Vergleich zum Börsengang nicht nur leichter und schneller einzuleiten, sondern auch mit geringeren Kosten verbunden ist.⁶⁷

Bei dieser Exitalternative profitiert zum größten Teil der Unternehmer selbst, da der auf bestimmte Phasen spezialisierte Risikokapitalgeber „neues“ Spezial-Know-how in das Unternehmen mit einbringt.⁶⁸

3.2.6.5 Liquidation und Abschreibung

Dieser unerfreulichste Exitkanal, der auch als Write-Off bezeichnet wird, entsteht entweder durch eine freiwillige Beendigung des Unternehmens durch den Eigentümer oder durch einen zwangsweise durchgeführten Konkurs. Dabei entstehen häufig Interessenskonflikte zwischen VCG und Venture-Capital-Nehmer. Denn Unternehmensgründer neigen eher dazu, die letzte noch mögliche Chance wahrzunehmen und versuchen alles Mögliche, um das Unternehmen zu retten. Ganz im Gegensatz zum Risikokapitalgeber, der rascher dazu tendiert, sich das Scheitern einzugestehen und deshalb eine Liquidation vorzieht, um noch wertvolle

⁶³ Schefczyk (2000), S. 45.

⁶⁴ Leitinger u.a. (2000), S. 297.

⁶⁵ Khinast-Sittenthaler (2003), S. 283.

⁶⁶ Leitinger u.a. (2000), S. 296.

⁶⁷ Prester (2002), S. 103.

⁶⁸ Khinast-Sittenthaler (2003), S. 283.

Vermögensgegenstände verkaufen zu können, bevor noch größerer Schaden entsteht. Besonders gefährdet sind Unternehmen, die sich noch in der Wachstumsphase befinden und bei denen Geldmangel auf Grund von verschiedensten Expansionsmaßnahmen zu einem Liquiditätsproblem führt. Durch die Involvierung eines Risikokapitalgebers mit entsprechenden Ressourcen und Kontakten kann dieses Risiko jedoch stark minimiert werden. Die zweite Kategorie von Unternehmen, die von einer Liquidation gefährdet sind, sind kürzlich sanierte Gesellschaften, die noch immer unter zahlreichen Sanierungsmaßnahmen, sowie fehlenden Märkten und einer besonders schlechten Eigenkapitalausstattung leiden.⁶⁹

3.3 Agency Theory und Venture Capital

Die Agency Theory (Prinzipal-Agenten-Theorie) untersucht wirtschaftliches Handeln innerhalb von Auftragsverhältnissen. Vor allem behandelt sie das Problem der Vertragsgestaltung unter der Berücksichtigung von Kontroll- und Anreizproblemen. Ein Auftraggeber (Prinzipal) engagiert einen Auftragnehmer (Agenten), damit dieser bestimmte Leistungen erbringt. Im Mittelpunkt der Agency Theory steht der Konflikt zwischen den beiden Parteien, der sich aus ihren unterschiedlichen Zielvorstellungen ergibt.

3.3.1 Grundlagen der Agency Theory

Die Agency Theory geht davon aus, dass sowohl der Prinzipal als auch der Agent vollkommen rational handeln, und deshalb ihren jeweiligen Nutzen individuell und unabhängig voneinander zu maximieren versuchen. Dass es dabei unter Umständen durch opportunistisches Verhalten zur Schädigung des Vertragspartners kommt, wird in Kauf genommen.⁷⁰ Somit besteht die Gefahr, dass der näher am operativen Geschäft und am Absatzmarkt befindliche und damit in der Regel besser informierte Agent primär sein Eigeninteresse vertritt und dabei dem Prinzipal, der das Verhalten des Agenten nicht vollständig und unmittelbar kontrollieren kann, schadet. Um das zu verhindern muss der Agent diese Asymmetrien so gut als möglich beseitigen. Dadurch entstehen „**Agency Kosten**“. Sie können in drei Kategorien eingeteilt werden. **Monitoring Kosten** fallen beim Prinzipal für die Überwachung des Agenten an. **Bonding Kosten** entstehen beim Agenten durch die vertragliche Selbsteinschränkung seines Verhaltens im Interesse des Prinzipals. Jene durch Bonding und Monitoring nicht abbaubare Kosten nennt man **Residual Loss**. Die Agency Theory sucht nach Möglichkeiten der Vertragsgestaltung zwischen beiden Parteien,

⁶⁹ Leitinger u.a. (2000), S. 299.

⁷⁰ Häupler (2001), S. 29.

die sicherstellen, dass das Verhalten des Agenten möglichst gut mit den Interessen des Prinzipals übereinstimmt.⁷¹

In der Literatur wird zwischen Informationsasymmetrien vor und nach Vertragsgestaltung, als auch zwischen solchen, verursacht durch Informationsvorteile (sog. „hidden information“) und der Unsicherheit der Handlungen des Anderen (sog. „hidden action“), unterschieden.

3.3.2 Asymmetrische Information vor Vertragsabschluss

Bei hidden information vor Vertragsabschluss führt die asymmetrische Informationsverteilung dazu, dass der Prinzipal die Fähigkeiten des Agenten nicht vollständig beurteilen kann, was zu adverser Selektion führt. Grundsätzlich entsteht das Problem der adversen Selektion dann, wenn Marktteilnehmer infolge mangelnder Information nur die durchschnittliche Qualität des Marktangebotes für ihre Preisvorstellung ansetzen. Da die Unternehmer ihre zukünftigen Chancen und Risiken der Gesellschaft besser abschätzen können, haben sie eine Insiderstellung gegenüber dem Kapitalgeber bezüglich Marktpotential, technologischen Details und Konkurrenzsituation. Diesen Vorteil wird der Unternehmer ausnützen, indem er eher positive Zukunftsaspekte an die Kapitalgeber weitergibt, um so die Konditionen der Finanzierung zu verbessern. Unternehmen mit tatsächlich überdurchschnittlich vorteilhaften Projekten werden dann die aus ihrer Sicht nachteilige Finanzierung nicht nachfragen. Am Markt verbleiben schließlich nur noch weniger vorteilhafte Projekte. Sukzessive sinken die Preisangebote für die kapitalsuchenden Unternehmen.⁷² Als Konsequenz kann dieser Effekt sogar zu Marktversagen führen.⁷³

Um adverse Selektion zu verhindern, gibt es die Möglichkeiten des Screenings und der Self Selection aus Sicht des Kapitalgebers, und die des Signaling für den Kapitalnehmer.

Screening bedeutet die direkte Überprüfung der Qualität des Unternehmens entweder durch den Kapitalgeber selbst, oder durch Dritte. Ein Mittel dafür ist die Due Diligence.

Bei **Self Selection** erfolgt die Offenlegung der Information indirekt, indem der Prinzipal dem Agenten bestimmte Finanzierungsvarianten mit unterschiedlichen Konditionen zur Auswahl stellt. Aus der Entscheidung des Firmeneigentümers lassen sich vom VCG Rückschlüsse auf die Qualität des Projektes ziehen.⁷⁴

Signaling wird die Zeichengebung seitens des Agenten verstanden, durch die dem Prinzipal Informationen über das Unternehmen zukommen. Voraussetzung für das Funktionieren

⁷¹ Schefczyk (2000), S. 113.

⁷² Prester (2002), S. 161.

⁷³ Schefczyk (2000), S. 123.

⁷⁴ Häupler (2001), S. 33.

dieser Art der Offenlegung ist die Glaubwürdigkeit der positiven Signale. Diese Aussendung muss für gute Unternehmen günstiger sein, als für schlechte, sonst könnten die weniger Qualifizierten ohne höheren Aufwand auch solche Signale geben.

3.3.3 Asymmetrische Information nach Vertragsabschluss

Asymmetrische Information nach Vertragsabschluss führt zu Moral Hazard. Das Modell des Moral Hazard behandelt Anreizprobleme. Zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses besitzen Prinzipal und Agent symmetrische Information. Erst nach der Vertragsunterzeichnung gewinnt der Agent einen Vorsprung auf Grund von Insiderwissen gegenüber dem Kapitalgeber. Der Vorsprung des Agenten kann sich dabei entweder auf eine Aktion oder eine Information beziehen. Deshalb wird bei diesem Problem in die Untergruppen der hidden action, bei der der Prinzipal die Aktionen des Agenten nicht direkt oder ausreichend beobachten und kontrollieren kann, und der hidden information, wo nach dem Vertragsabschluss gewonnene Information dem Prinzipal systematisch verschwiegen werden, unterteilt.⁷⁵

Opportunistisches Verhalten bei einer Beteiligungsfinanzierung entsteht durch den Interessenkonflikt bei der Trennung zwischen Eigentum (Kapitalgeber) und Verfügungsmacht (Management). In diesem Zusammenhang können folgende Probleme genannt werden:

- Mangelnder Arbeitseinsatz,
- Versteckter Konsum,
- Das Horizontproblem,
- Das Portefeuille – Problem.

Die Lösung der Moral Hazard Probleme besteht im Design anreizkompatibler Verträge. Sie sollen den Kapitalnehmer dazu veranlassen, Entscheidungen im Sinne des VCG zu treffen. Für beide Fälle des Moral Hazards sind die Modellansätze sehr ähnlich.

3.3.4 Prinzipal – Agenten – Beziehungen einer Venture Capital Finanzierung

Eines der großen Probleme einer VC Finanzierung liegt also im Informationsverteilungsproblem, sowie den daraus resultierenden Kosten der Beseitigung eben dieser, um eine möglichst gute Risikoeinschätzung machen zu können. Zur Reduktion dieser Unsicherheiten und Kosten werden Institutionen zwischengeschaltet, die sich auf die Beschaffung der in diesem Zusammenhang relevanten Informationen spezialisiert haben, wie das bei VC-Gesellschaften der Fall ist. Diese Spezialisierung betrifft dabei nicht nur die

⁷⁵ Weimerskirch (1999), S. 73.

Prüfung der Beteiligungswürdigkeit, also der Minimierung des hidden information-Problems vor Vertragsabschluss, sondern auch die Beratung, Managementunterstützung und vor allem Kontrolle des PU nach Bereitstellung der finanziellen Mittel.⁷⁶ Der Kapitalgeber bedient sich dieses Spezialisierungsvorteils zu einer besseren Verzinsung seines Investments.

Ein weiterer Grund für die Einbeziehung eines solchen Intermediäres ist die Diversifikationsmöglichkeit. Finanzierungen in Innovationsvorhaben haben die Eigenschaft eines hohen externen Risikos (auch als Ausfallsrisiko bezeichnet). VC Gesellschaften können wesentlich kostengünstiger eine Vielzahl von Teilnehmungsunternehmen betreuen und durch die Bildung diversifizierter Portfolios eine im Vergleich bessere Risikoallokation erreichen.



Abbildung 5: Agency-Beziehungen einer VC-Finanzierung

Quelle: modifiziert nach Zemke (1995), Seite 50.

Das Problem, das bei der Einbeziehung eines VC Fonds entsteht, ist die Ersetzung eines Prinzipal-Agenten-Problems durch eine doppelte Prinzipal-Agenten-Konstellation (siehe Abbildung 5). Diese derivative Agency-Beziehung verursacht beim VCG zusätzliche Agency Kosten. Die Einschaltung des Intermediärs wirkt sich demnach nur dann positiv aus, wenn sich ein positiver Nettoeffekt aus Kostenersparnis bei der ursprünglichen und Zusatzkosten durch die derivative Agency-Konstellation einstellt.

3.4 Unternehmens- und Finanzierungsphasen

In Anlehnung an die idealtypische Entwicklung eines Unternehmens, die durch zahlreiche Lebenszyklusmodelle beschrieben werden, können bei der Finanzierung von Unternehmen mehrere Phasen identifiziert werden. Abbildung 6 verdeutlicht den Zusammenhang zwischen Lebenszyklus eines Unternehmens und seinen Finanzierungsphasen.

⁷⁶ Zemke (1995), S. 47.

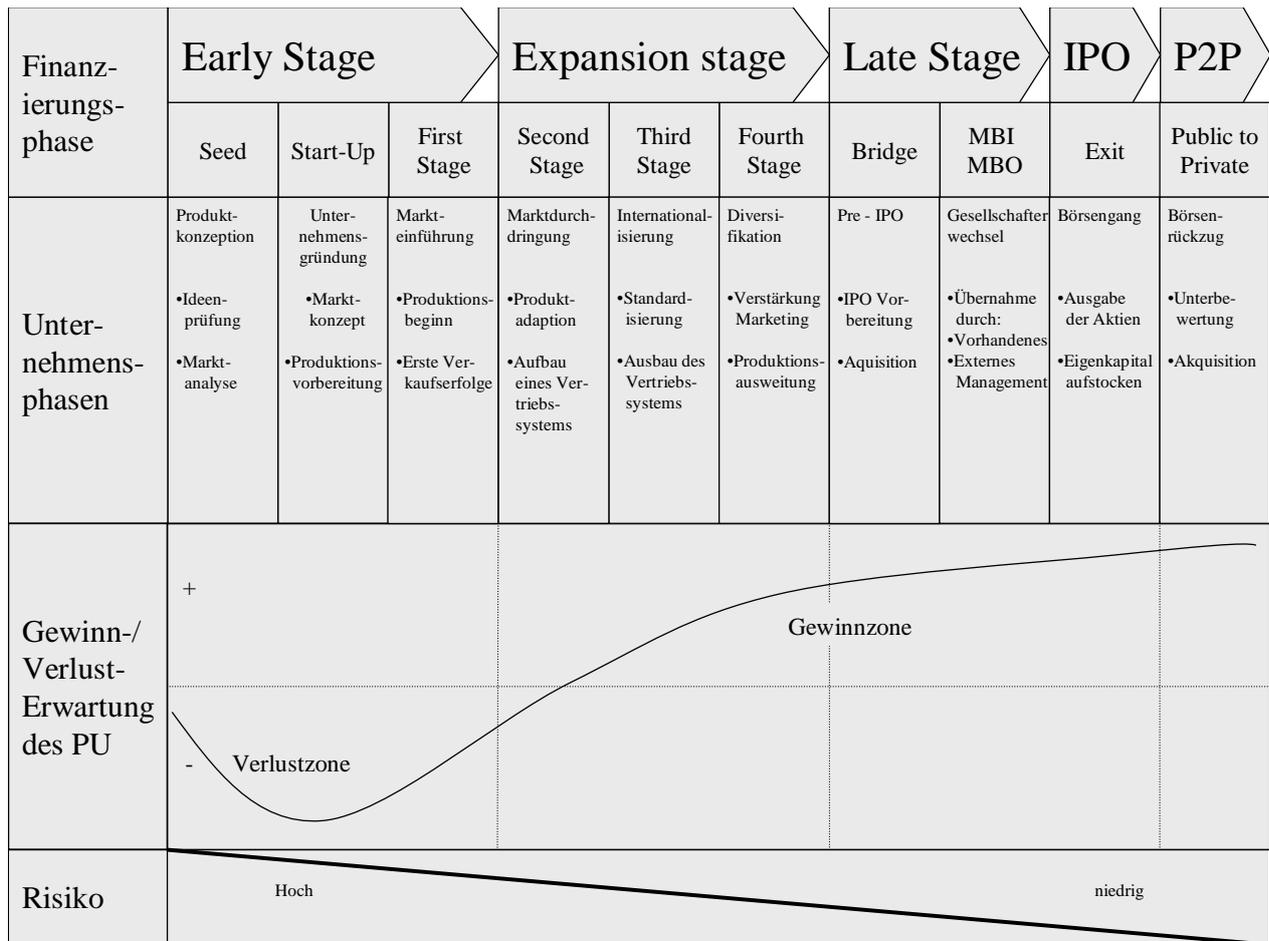


Abbildung 6: Finanzierungsphasen im Lebenszyklus eines Unternehmens

Quelle: Schefczyk (2000), Seite 37, Prester (2002), Seite 27 und Leitinger u.a. (2000), Seite 103.

Eigene Darstellung.

3.4.1 Early Stage

Die Early-Stage-Phase zählt zu den risikoreichsten, aber auch bei Erfolg zu den gewinnbringendsten Phasen einer Unternehmensbeteiligung. Noch bevor ein klar erkennbares, vermarktbare Produkt oder ein wachstumsorientiertes Unternehmenskonzept zur Verfügung steht, werden erhebliche Kapitalbeträge zur Entwicklung von Innovationen benötigt. Dabei liegen die Grenzen zwischen Erfolg und Scheitern einer Geschäftsidee eng bei einander und die Unsicherheit bezüglich der weiteren Unternehmensentwicklung ist in dieser Frühphase am höchsten.⁷⁷ Wie aus Abbildung 6 hervorgeht, lässt sich diese erste Phase in drei weitere Phasen unterteilen: Seed, Start-up und First Stage.

In der **Seed Phase** existiert lediglich eine Idee bzw. eine noch nicht ganz ausgereifte Produktkonzeption, während im Regelfall noch keine Organisations- oder Managementstrukturen vorhanden sind. Grundlagenentwicklung und Forschung, sowie die Erstellung bzw. Verfeinerung des Produkt- und Unternehmenskonzeptes bilden den

⁷⁷ Leitinger u.a. (2000), S. 102.

Schwerpunkt der Aktivitäten in der Seed-Phase, die somit durch hohe Forschungsausgaben und gleichzeitig fehlende Umsätze gekennzeichnet ist.⁷⁸ Im Verhältnis zu späteren Phasen ist der Kapitalaufwand jedoch relativ gering.

Seed financing erfordert aufgrund fehlender Vergleichsmöglichkeiten und Beurteilungsgrundlagen ein hohes Maß an technischem Verständnis vom VCG sowie die Bereitschaft zu einem vergleichsweise längerfristigen Engagement. Außerdem führt das „Expertentum“ des Erfinders gegenüber dem Kapitalgeber zu einem großen Informationsvorsprung (siehe Kapitel 3.3.) Durch diese asymmetrische Informationsverteilung und der in hohem Grade unsicheren Zukunft des Unternehmens zeichnet sich diese Finanzierung durch ein überdurchschnittlich hohes Risiko aus.⁷⁹

In der **Start-Up Phase** befindet sich das Unternehmen gerade in der Gründung oder wurde vor kurzem gegründet. Der Kapitalaufwand ist in der Regel höher als in der Seed Phase und besteht vor allem aus der Weiterentwicklung des Produktes zur Marktreife und dem Aufbau erster Produktionskapazitäten. Weitere Aufgaben in diesem Segment sind die Rekrutierung der ersten Mitarbeiter und das Finden eines geeigneten Managements. Als Finanzierungsquellen dienen Inkubatoren oder Business Angels. Gewinne sind noch keine zu erwarten.⁸⁰

Die letzte Phase der Early Stage, die **First Stage**, ist mit der Markteinführung des Produkts erreicht. Diese wird als First Stage bezeichnet, da das Unternehmen zum ersten Mal als Anbieter des eigenen Produktes auf dem Markt in Erscheinung tritt.⁸¹ Mit der Produktion wird begonnen und erste Verkaufserträge werden erzielt. Allerdings muss sich das Unternehmen ab nun auch gegen externe Marktgefahren, wie zum Beispiel Wettbewerbsdruck oder Produktveralterung, zur Wehr setzen.⁸²

Der extrem hohe Kapitalbedarf, der für diese Phase kennzeichnend ist, ergibt sich aus weiteren Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen, den steigenden Kosten in den Bereichen Personal, Marketing und Verwaltung, sowie den laufenden Betriebskosten. Allerdings ist das Risiko im Vergleich zu den Kosten geringer einzuschätzen als in den vorangegangenen Phasen, da die ersten Umsätze sowie eine grundlegende Marktakzeptanz entweder bereits erreicht werden konnten, oder sich zumindest besser abschätzen lassen.⁸³

⁷⁸ Zemke (1995), S. 30.

⁷⁹ Gottsbacher (2002), S. 28.

⁸⁰ Häupler (2001), S. 58.

⁸¹ Ermisch/Thoma (2002), S. 18.

⁸² Jesch (2004), S. 87.

⁸³ Leitinger u.a. (2000), S. 106f.

Aus Investorensicht ist diese Phase ideal, da bei einem überschaubaren Risiko eine hohe Rendite zu erzielen ist.⁸⁴ Deshalb zählt auch die First-Stage-Phase zu den klassischen Tätigkeitsfeldern von Venture-Capital-Gesellschaften, die nunmehr bei Vorliegen des fertigen Produktes sowie der ersten Einnahmen in großem Volumen investieren.⁸⁵ Business Angels nehmen in dieser Phase eine Art Zwischenstellung ein; sie schließen eine wichtige Finanzierungslücke zwischen Seed-Finanzierung des Unternehmers oder der öffentlichen Hand und dem Einstieg von institutionellen Investoren.⁸⁶ In Ermangelung eines ausreichend hohen Vermögens sind Eigenkapitalaufstockungen durch die Unternehmensgründer nicht möglich. Der klassischen Fremdfinanzierung in Form von Bankkrediten kommt auch noch keine nennenswerte Bedeutung zu, da weder betriebliche Besicherungsmöglichkeiten vorhanden sind, noch das Unternehmen auf eine lange Existenzdauer verweisen kann.⁸⁷

3.4.2 Expansions Stage

Die zweite große Phase im Lebenszyklusmodell eines Unternehmens (siehe Abbildung 6) wird als Expansion-Stage bzw. Wachstumsphase bezeichnet. In diese Phase tritt das Unternehmen ein, wenn die Markteinführung gelungen ist und es sich am Markt bereits etablieren konnte. Außerdem wird in dieser Zeitspanne der Break-Even erreicht, das heißt das Unternehmen arbeitet mit Gewinn.⁸⁸ Auch die Expansion Stage lässt sich in drei weitere Phasen – die Second-, Third- und Fourth-Stage – unterteilen. Bei einer Expansionsfinanzierung soll dem Unternehmen (Eigen)Kapital für das weitere Wachstum zur Verfügung gestellt werden.

Während sich die **Second Stage** auf die Entwicklung auf lokalen Märkten konzentriert, beinhaltet die **Third Stage** die Durchdringung von ausländischen Märkten. Zusätzlich kommt spätestens in der **Fourth Stage** das Bestreben der Diversifikation durch Erweiterung der Produktpalette. Ziel der Expansion ist die Generierung von Skalenerträgen durch höhere Stückzahlen, Erringung von Kopplungseffekten durch den Aufbau neuer Produktschienen um dadurch die Profitabilität des Unternehmens zu steigern. Auch ist eine Weiterentwicklung der ursprünglichen Erzeugnisse wichtig, um einen etwaigen Wettbewerbsvorsprung verteidigen zu können.

In diesen Lebensabschnitten steigt der Kapitalbedarf enorm an, jedoch bieten hier auch eine Vielzahl von VC-Fonds Finanzierungen an. Das hat mehrere Gründe:

⁸⁴ Jesch (2004), S. 87.

⁸⁵ Leitinger u.a. (2000), S. 107.

⁸⁶ Koo (2000), S. 199.

⁸⁷ Leitinger u.a. (2000), S. 107.

⁸⁸ Janeba-Hirtl/Höbart (2003), S. 135.

Einerseits ist durch die etablierte Marktsituation des PU und das Erreichen der Gewinnzone das Risiko für den Kapitalgeber stark gesunken. Auch sind potentielle Kapitalnehmer leichter zu bewerten und zu überprüfen, da es schon eine Unternehmensgeschichte und daraus Daten gibt. Andererseits ist der Beratungsaufwand gegenüber einer Frühfinanzierung merklich herabgesetzt, da die Unternehmen schon ein funktionierendes Management installiert haben.

Je weiter eine Gesellschaft in seiner Entwicklung voranschreitet, desto einfacher wird es auch, alternativ Fremdkapital zu lukrieren.

3.4.3 Late Stage

Hat sich ein Unternehmen auf einem Markt etabliert und die Phase des starken Wachstums abgeschlossen, befindet es sich in der so genannten Late Stage. Erfolgreiche Firmen in dieser Phase sind durch eine ausgereifte Organisationsstruktur, ein auf allen Ebenen funktionierendes Management, sowie durch eine gewisse internationale Reife gekennzeichnet und verfügen über starke Umsätze und Gewinne. Es treten hier eine Vielzahl von Finanzierungsanlässen auf.

Eine der Wichtigsten ist die **Bridge Finanzierung**. Sie ist eine Überbrückungsfinanzierung bis zum geplanten Börsegang. Oft wird sie deshalb auch Pre-IPO Phase genannt. Sie hat einen Zeitraum von ein bis maximal zwei Jahren. Durch sie sollen einerseits die Zulassungskriterien der Börse erfüllt (etwa durch Verbesserung der Eigenkapitalquote), als auch die Kosten des Börsegangs abgedeckt werden.⁸⁹

Ein anderer häufig vorkommender Anlass ist der eines bevorstehenden **Management Buy-outs (MBO)** oder eines **Management Buy-ins (MBI)**. Im Falle eines MBO kommt es zu einem Eigentümerwechsel durch die Übernahme des Unternehmens durch das „alte“ Management. Im Falle eines MBI wird die Gesellschaft von einem extern hinzutretenden Management gekauft.⁹⁰

Weitere Finanzierungsfälle sind:

- **Leverage Buy-out**

Bezeichnet Firmenübernahmen durch Finanzinvestoren mit Managementbeteiligung.

- **Replacement Capital**

Replacement Capital liegt vor, wenn Altgesellschafter von aussteigenden Investoren Unternehmensanteile erwerben. Diese Finanzierung wird auch als Nachfolgefiananzierung bezeichnet.

⁸⁹ Leitinger u.a. (2000), S. 108 f.

⁹⁰ Prester (2002), S. 31.

- **Turn-Around Finanzierung**

Der Begriff Turn-around wird oft als Synonym für Unternehmenssanierung verwendet und deshalb spricht man auch häufig von Sanierungsfinanzierung.⁹¹

Die letzten Finanzierungsschritte im Lebenszyklus eines Unternehmens stellen der IPO⁹² und die **Public to Private-Finanzierung** dar. Können Unternehmen die Börse nicht dazu nutzen um für Wachstumszwecke frisches Eigenkapital aufzunehmen, so besteht für sie die Möglichkeit, P2P-Maßnahmen zu setzen. Der Begriff „Public-to-Private“ umschreibt dabei die Umkehrung des Going-Public-Prozesses.⁹³ Damit ist gemeint, dass eine schon an der Börse notierte Gesellschaft sich von dieser wieder zurückzieht.

⁹¹ Prester (2002), S. 32.

⁹² Erläuterungen zum IPO siehe Kapitel 3.2.6.1.

⁹³ Jesch (2004), S. 185.

4. HISTORISCHE ENTWICKLUNG VON VENTURE CAPITAL

4.1 Ursprungsland USA

Während des 19. Jahrhunderts fiel es kleinen Unternehmen, bedingt durch die Tatsache, dass Börsengänge nur großen Unternehmen vorbehalten waren, schwer, Eigenkapital zu erhalten. Durch die Angewiesenheit auf Fremdkapital gerieten sie leicht in große Abhängigkeit der Banken. Reiche Familien wie die Rockefellers kamen auf die Idee, in chancenreiche Unternehmen zu investieren und sich im Gegenzug entsprechende Anteile zu sichern. Erst nach dem 2. Weltkrieg entwickelten sich Institutionen, die Geld für solche Risikounternehmen zur Verfügung stellten. Der erste Schritt in diese Richtung war die Einrichtung der „American Research and Development Corporation“ (ARD) in Boston, die als kleiner Pool von Kapital einzelner Personen und Institutionen fungierte, um in ausgewählte, wachsende Geschäfte zu investieren.⁹⁴ In den 60er Jahren spielte die US-Regierung eine aktive Rolle bei der Entwicklung von Venture Capital. Durch die Gründung von „Small Business Investment Companies“ und der Umsetzung des „Small Business Innovation Research Programs“ wurde der Markt von Regierungsseite unterstützt. Im Zuge dessen wurden günstige Refinanzierungen, Garantien und steuerliche Erleichterungen für die Venture Capitalisten bereitgestellt.

Nach einem Rückgang in den 70ern setzte sich der Aufstieg der Venture-Capital-Industrie in den 80er Jahren fort. Gründe dafür waren viele Ereignisse. Einerseits erhielten die Fonds nach einer Liberalisierung der Investitionsrichtlinien von Versicherungen und Pensionsfonds große Kapitalsummen, andererseits setzten zu dieser Zeit große Veränderungen in Bereichen der Technologien, Gesellschaft, Deregulierungsmaßnahmen der Wirtschaft und ein eintretender Konjunkturaufschwung ein. Zudem wurde durch die Etablierung der Wachstumsbörse NASDAQ ein neuer lukrativer Exitkanal für Ventures geschaffen.

Trotz der Erfolgsstory darf aber nicht vergessen werden, dass Venture Capital nicht in den ganzen USA eine bedeutende Rolle spielt. Getragen wird diese Entwicklung vor allem von Kalifornien mit dem Silicon Valley und den Universitäten Stanford und Berkeley, als auch durch Massachusetts mit MIT und Harvard.⁹⁵

⁹⁴ Hisrich (2002), S. 393.

⁹⁵ Leitinger u.a. (2000), S. 34 ff.

4.2 Europa

Im Gegensatz zu den USA weist Europa eine noch relativ junge Geschichte auf. Abgesehen vom Venture-Capital-Markt in Großbritannien, der mit Abstand der größte und älteste ist, fällt in den anderen europäischen Ländern die Entstehung einer Risikokapitalindustrie auf die Zeit der frühen 80er Jahre zurück. Obwohl schon 1934 die erste europäische PE-Gesellschaft gegründet wurde, verlief die Entwicklung zunächst sehr stockend. Die erste VC-Firma amerikanischen Zuschnitts, die „European Enterprises Development Company S.A.“ (E.E.D.) wurde 1963 von 22 europäischen und amerikanischen Banken mit Sitz in Paris gegründet. Wie einige Versuche erfahrener amerikanischer Venture Capitalisten scheiterte auch dieser Versuch zum größten Teil an Schwierigkeiten der Beteiligungsveräußerung.⁹⁶ Nach acht Jahren Geschäftstätigkeit konnte die E.E.D. ihren Gesellschaftern noch keine Dividende ausschütten. 1975 stellte sie ihre Tätigkeit ein. Der gesamteuropäische, zentralistische Ansatz zum Aufbau einer Industrie wurde daraufhin fallengelassen und man begann Mitte der 70er mit der Gründung nationaler Gesellschaften. Das Volumen der PE Investitionen in Europa stieg im Laufe der Jahre von 1,37 Milliarden € (1985) auf seinen bisherigen Spitzenwert von 34,9 Milliarden € (2000). Die Entwicklung in den Bereichen des Fundraisings und der Investitionen zeigt Abbildung 7.

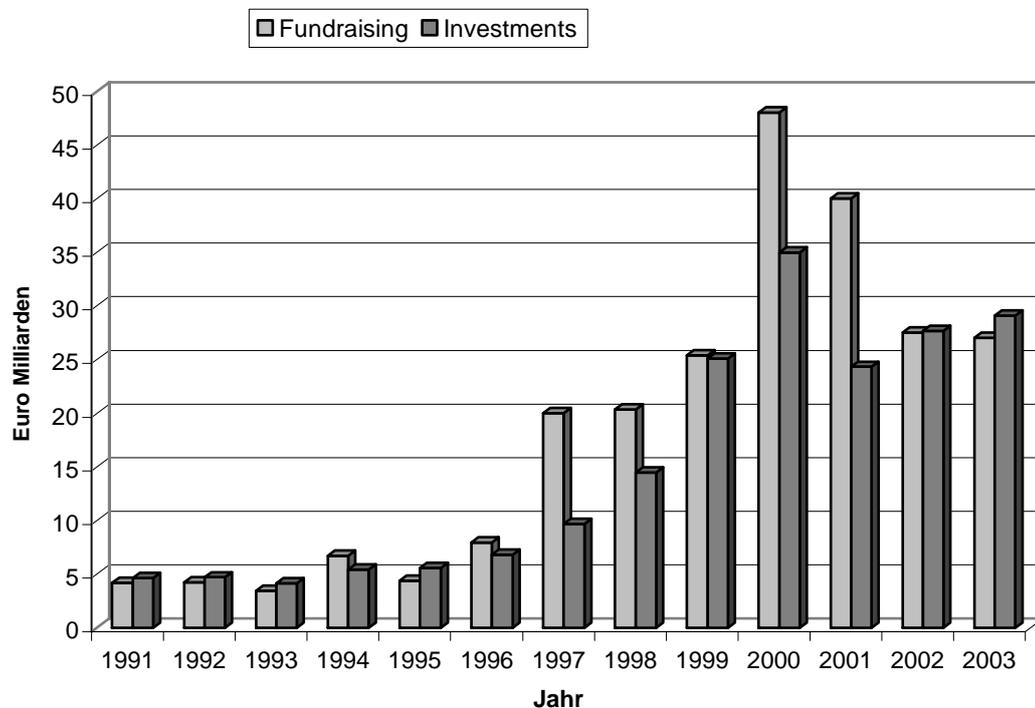


Abbildung 7: Investitionsvolumen für Venture Capital in Europa von 1991 bis 2003

Quelle: EVCA (2004b)

⁹⁶ Jesch (2004), S. 125.

Grund für diese Entwicklung war das, politisch motivierte, Bestreben, einen Markt für Frühphasenfinanzierung und Risikokapital, eben nach dem Vorbild der USA, zu entwickeln. Nachdem sich 2001 mit dem Ende des New Economy Hypes eine deutliche Abschwächung der Konjunktur zeigte, konnte die Venture Capital Industrie 2002 ihre Position trotz anhaltender schwieriger wirtschaftlicher Umfeldbedingungen wieder stärken. Zwar stagnierte das Fundraising 2003, die Investments hingegen stiegen weiterhin deutlich und nehmen den zweithöchsten Stand seit Einführung der Statistik ein.

Vom gesamten europäischen Investmentvolumen entfällt traditionell ein Großteil der Investitionen, rund 65%, auf Late Stage Phasen, obwohl Early-Stage-Investitionen an Bedeutung gewinnen.⁹⁷

Die Entwicklung der einzelnen VC-Märkte ist innerhalb Europas von deutlichen Unterschieden geprägt. Der am weitesten entwickelte Beteiligungsmarkt in Europa ist mit großem Abstand Großbritannien. Österreich liegt bei den investierten Mitteln in dieser Industrie im Vergleich zu seinem BIP an einem der hintersten Plätze in Europa.

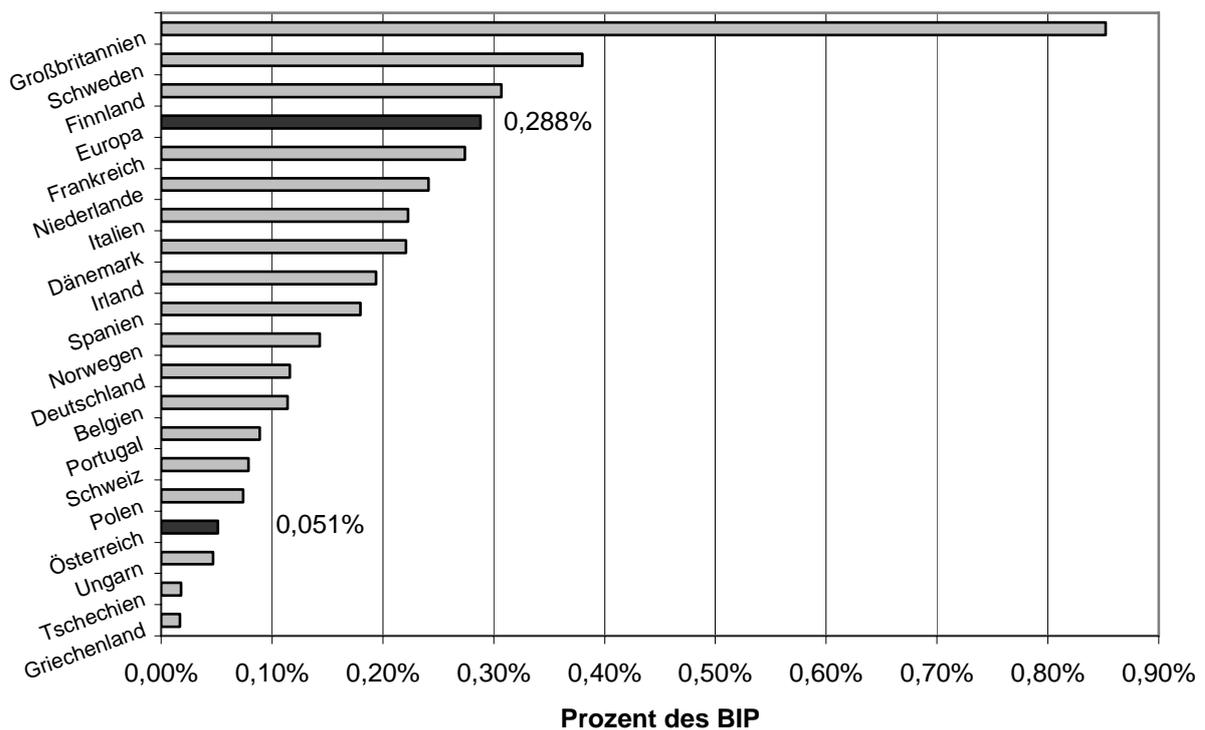


Abbildung 8: Investitionen nach Ländern in % des BIP 2003

Quelle: EVCA (2004b)

⁹⁷ EVCA (2004b), o. S.

5. DER ÖSTERREICHISCHE VENTURE CAPITAL-MARKT

5.1 Entstehung des Marktes

In Österreich erfolgten die ersten Ansätze zur Förderung der Bereitstellung von Beteiligungskapital Mitte der 80er Jahre des vorigen Jahrhunderts. Allerdings war das Vehikel des Genussscheinmodells kein Risikokapital im eigentlichen Sinne, da eine fixe Rückzahlung, Verzinsungspflicht und Kündbarkeit vereinbart wurde. Ein Abbau der Steuervorteile führte zum Ende des ersten Ansatzes eines österreichischen Risikokapitalmarktes. Seit Ende der 80er gibt es aber wieder einige Initiativen zur Förderung von Risikokapital, vor allem für technologieintensive Branchen. Dazu zählten organisatorische Maßnahmen im Bereich der Beteiligungsgesellschaften und Börsen sowie finanzielle Anreizmechanismen zur Mobilisierung von Venture Capital. Allerdings hat sich schnell herausgestellt, dass diese Maßnahmen allein nicht ausreichend waren, um den österreichischen Markt zu stimulieren.⁹⁸

Erst die Schaffung der Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft⁹⁹ (MFAG) im Zuge der Steuerreform 1994 und die Einrichtung neuer Förderinstrumente wie zum Beispiel die Aktivitäten der Finanzierungsgarantiegesellschaft (FGG), des ERP-Fonds und der BÜRGEN hatte einen merklichen stimulierenden Effekt auf die Beteiligungsindustrie. Diese Einrichtungen und der in Österreich einsetzende Konjunkturaufschwung bewirkten eine äußerst dynamische Entwicklung der Venture Capital-Szene, in der zahlreiche Fonds aufgelegt wurden. Illustriert wird diese Entwicklung durch Abbildung 9.

⁹⁸ Peneder/Wieser (2002), S. 28.

⁹⁹ Eine ausführliche Beschreibung der MFAG siehe Kapitel 5.2.1.

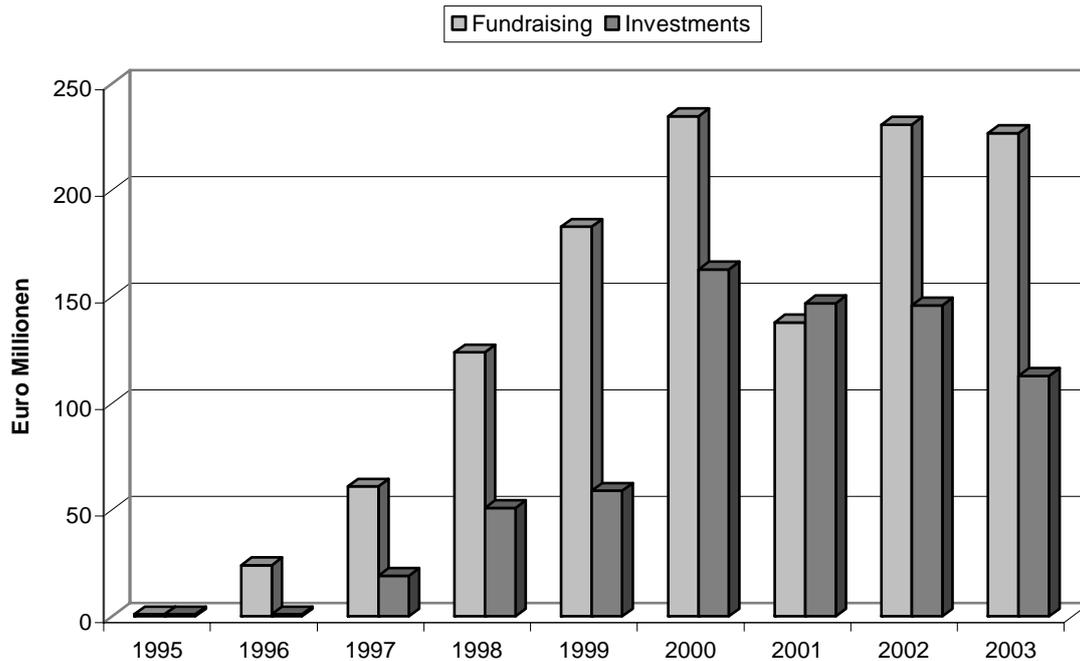


Abbildung 9: Investitionsvolumen für Venture Capital in Österreich von 1995 bis 2003

Quelle: AVCO (2004a)

Konnten 1996 noch kaum Beteiligungsaktivitäten verzeichnet werden, so stiegen bereits im Folgejahr die Investitionen auf umgerechnet €19 Mio. und die aufbrachten Mittel für Beteiligungsinvestitionen auf €61 Mio. an. Diese dynamische Entwicklung setzte sich bis zum Jahr 2000 unaufhörlich fort, wodurch die Investitionen um fast das Neunfache auf €163 Mio. und die aufbrachten Mitteln um das Vierfache auf €235 Mio. weiter anstiegen.

Durch das Ende der New Economy, das mit gewaltigen Einbrüchen und einer starken Abschwächung der Konjunktur einherging, waren große Verluste in der Venture-Capital-Branche zu verzeichnen. Im Jahr 2001 hat sich das Investitionsklima abgekühlt und so gingen in Österreich die Investitionen im Vergleich zum Vorjahr um rund 10% zurück, die aufbrachten Mittel sogar um 40%. Die Portfolios der Gesellschaften mussten bereinigt und Investmentstrategien neu überdacht werden.¹⁰⁰ In dieser Phase wurden Investoren merklich zurückhaltender in der Vergabe von Mitteln. Ab dem Jahr 2002 stabilisierte sich jedoch die Lage wieder und bei den aufbrachten Mittel konnte wieder ein Anstieg auf €231 Mio. verzeichnet werden. Das Fundraising blieb 2003 stabil. Obwohl in diesem Gesamtjahr die Investitionsvolumina in Österreich spürbar gesunken sind, ist von einem Aufwärtstrend die Rede. So wurden 65% aller 134 Deals im zweiten Halbjahr des Jahres 2003 getätigt, wobei 36% allein auf den Zeitraum des letzten Quartals fallen.¹⁰¹

¹⁰⁰ Siehe Interview Go Equity, S. 84 ff.

¹⁰¹ AVCO (2004b), S. 1.

5.2 Struktur der Venture Capital Fonds

Ein weiterer Indikator für die junge Szene ist die Struktur der österreichischen Venture Capital Gesellschaften. Von den über 40 Unternehmen wurden mehr als zwei Drittel erst nach dem Jahr 1998 gegründet.¹⁰²

Risikokapitalfonds haben meist eine feste Laufzeit (10 – 12 Jahre). Um eine hohe Transparenz der Zahlungsströme zu gewährleisten, ist das Managementteam normalerweise nicht Teil des Fonds, sondern in einer eigenen, davon getrennten Managementgesellschaft organisiert. Für den Aufbau der für das Beteiligungsgeschäft nötigen Infrastruktur und zur Finanzierung des laufenden Betriebs erhält es über die Laufzeit der Managementverträge ein Entgelt („management fee“). Dieses management fee wird demzufolge vom Fonds an die Managementgesellschaft bezahlt. Die Mittel der Investoren werden in den Fonds niemals voll einbezahlt, sondern zunächst kommittiert, und erst bei tatsächlichem Bedarf¹⁰³, auf Abruf des Managements („capital calls“) zugeschossen. Die Managementteams einer Gesellschaft betreuen oft mehrere Fonds, die durch unterschiedliche Investitionsstrategien gekennzeichnet oder unterschiedlich alt und damit verschieden stark investiert sind. Abbildung 10 zeigt eine mögliche Struktur eines Fonds.

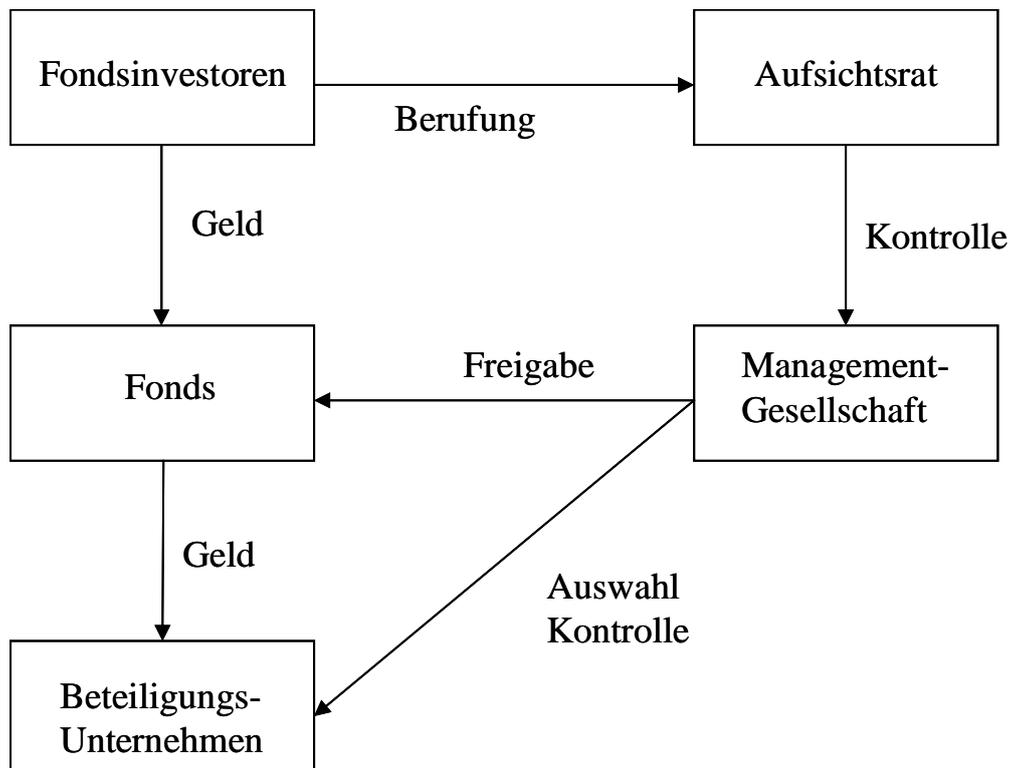


Abbildung 10: Struktur eines Venture Capital Fonds

Quelle: Stadler (1997), Seite 76.

¹⁰² Siehe Interview Go Equity, S. 84 ff.

¹⁰³ Z.B.: bei Fälligkeit des management fees, beim Anfallen diverser externer Kosten und vor allem beim Anstehen von Investitionen in Beteiligungsunternehmen bei Finanzierungsrunden.

Wichtig für die Beteiligungsaktivitäten ist die Unabhängigkeit der Managementgesellschaft von den Fondsinvestoren. Die Managementgesellschaften werden üblicherweise als Aktiengesellschaften oder GmbHs geführt. Die Fonds erhalten eine eigene Rechtspersönlichkeit. Entscheidend für die Performance eines Fonds ist die Art dieser Rechtspersönlichkeit. Dazu ist es nötig, dass ein Fonds steuereffizient ist. Das bedeutet, dass er keine Steuerbelastung hervorruft, die nicht auch bei direkten Investments der Investoren in Beteiligungsunternehmen angefallen wären. Dazu erfordert es eine Konstruktion, die entweder effizient durch Steuerbefreiung ist, oder Steuertransparenz¹⁰⁴ bietet. Denn ist die Konstruktion nicht Steuertransparent, kommt es zu einer Doppelbesteuerung beim Fonds und beim Investor.¹⁰⁵ Fonds treten in Österreich in den Formen der

- Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft oder der
- Kommanditgesellschaft (limited partnership)

auf.

5.2.1 Die Mittelstandsfinanzierungsaktiengesellschaft

Die Mittelstandsfinanzierungsaktiengesellschaft (MFAG), eine Sonderform der Kapitalgesellschaft geregelt im Körperschaftssteuergesetz, wurde im Zuge der Steuerreform des Jahres 1994 in Österreich ins Leben gerufen. Beteiligungsfonds im Kleid einer MFAG sind von der Körperschaftsteuer freigestellt. Dadurch unterliegen die Nettoerlöse aus Unternehmungsbeteiligungen keiner Doppelbesteuerung und die Bedingung der Steuertransparenz ist gewährleistet. Das österreichische Steuerrecht enthält, abgesehen von den Bestimmungen der MFAG keine Sonderregelungen für VC.

Ziel der MFAG war eine Stärkung der Eigenkapitalinvestitionen in die österreichische Wirtschaft. Da ihre Sonderbestimmungen auch regulierungspolitische Zwecke verfolgen – Verbesserung der Eigenmittelausstattung und der Wettbewerbsfähigkeit österreichischer KMUs – enthält ihr Konzept Vorgaben für die Geschäftstätigkeit, die bestimmte Beteiligungshöchstgrenzen, Branchenbeschränkungen, Umsatzgrenzen für Portfoliounternehmen, Beschränkungen der Internationalisierung sowie Reglementierung bezüglich ergänzender Finanzierungsinstrumente umfasst.

Die wichtigsten steuerlichen Vergünstigungen sind:¹⁰⁶

- Eine generelle Körperschaftsteuerbefreiung für den Anlaufzeitraum, welcher das Gründungsjahr sowie die folgenden fünf Jahre umfasst. Nach Abschluss des

¹⁰⁴ Steuertransparenz liegt vor, wenn steuerbare Fondserlöse unmittelbar den Fondsinvestoren zugeordnet und auch bei diesen besteuert werden können.

¹⁰⁵ AVCO (2003), S. 12.

¹⁰⁶ AVCO (2003), S. 14.

Anlaufzeitraumes wird die Befreiung auf die Einkünfte des Finanzierungsbereiches, (d.h. dem Beteiligungsgeschäft) eingeschränkt.

- Befreiung von der Gesellschaftssteuer für die Ausgabe von Aktien und Genussscheinen durch die MFAG an ihre Gesellschafter.
- Darüber hinaus sind Rechtsvorgänge über den Erwerb von Beteiligungen Stempel-, Rechtsgebühren und Kapitalsteuer befreit.
- Steuerbefreiung von Ausschüttungen aus Aktien und Genussscheinen für unbeschränkt steuerpflichtige Personen bis zu einem Nennbetrag von €25.000.

Es gibt jedoch eine Reihe von Voraussetzungen für die Anerkennung einer MFAG und damit die Gewährung der oben genannten Begünstigungen.

- *Gründungsbestimmungen:* Das Grundkapital muss mindestens €7.300.000 betragen und Gründer müssen zu 75% Kreditinstitute sein.
- *Beteiligungsbestimmungen:* Investments müssen zu mindestens 2/3 in inländische Unternehmen getätigt werden, wobei die Beteiligungshöchstgrenze bei 49% liegt.
- *Portfoliobestimmungen:* 70% der Veranlagungen des Eigenkapitals müssen in gewerbliche Betriebe gesteckt werden und die Beteiligung an einem einzelnen Unternehmen darf 20% des Eigenkapitals nicht überschreiten. Einige Branchen sind von der Finanzierung ausgeschlossen.

5.2.2 Die Kommanditgesellschaft (*limited partnership*)

Die Kommanditgesellschaften sind Personengesellschaften, die nicht der Körperschaftssteuer unterliegen, sodass Steuern auf Beteiligungserträge auch nur beim Investor und nicht beim Fonds selbst anfallen können. Die Bedingung der Steuertransparenz ist erfüllt.¹⁰⁷ Die österreichische KG entspricht weitgehend der internationalen limited partnership. In Österreich wird die KG noch selten genutzt, da der Strukturierungsaufwand und das spezielle Know-how im Gegensatz zur MFAG ein wesentlich Höherer ist. Da aber zunehmende Kapitalmengen bzw. steigende Investitionsvolumina aus dem Ausland erwartet werden, wo sich dieses Modell als das Dominante etablieren konnte, ist davon auszugehen, dass in Zukunft der Anteil an KGs in Österreich steigen wird.

¹⁰⁷ AVCO (2002), S. 17.

5.3 Investoren

Das benötigte Kapital der VC-Fonds muss über eine weitere Partei eingebracht werden. Zu diesem Zweck werden geeignete Investoren angeworben, die neben den nötigen Geldmitteln auch noch weitere Voraussetzungen erfüllen müssen.¹⁰⁸

- Geeignete Investoren verfügen über das nötige Know-how, um Geschäftsverläufe der PE/VC Fonds nachvollziehen und mittragen, sowie die damit verbundenen Risiken bei ihrer Vermögensplanung berücksichtigen und managen zu können.
- Darüber hinaus verfügen sie über einen mittel- bis langfristigen Veranlagungshorizont und sind dadurch in der Lage, über die meist feste Laufzeit der Fonds ihre Investitionsmittel auch fest zu kommittieren.

Ein VC-Investor beteiligt sich nicht an Hard-Fact-Products, wie es bei einer Beteiligung über die Börse der Fall ist, wo klare Richtlinien und Standards herrschen, wo Informationen aufliegen, wie auf diese zugegriffen werden kann und es sehr strukturierte Möglichkeiten zu investieren gibt. Im vorbörslichen Beteiligungsgeschäft kann auf solche Strukturen nicht in dem Ausmaß zurückgegriffen werden. Es ist ein gewisses Know-how etwa in Bereichen der Auswahl der Managementgesellschaft, aufsichtsrechtlichen Fragen und veranlagungstechnischen Richtlinien der institutionellen Investoren gefordert.¹⁰⁹

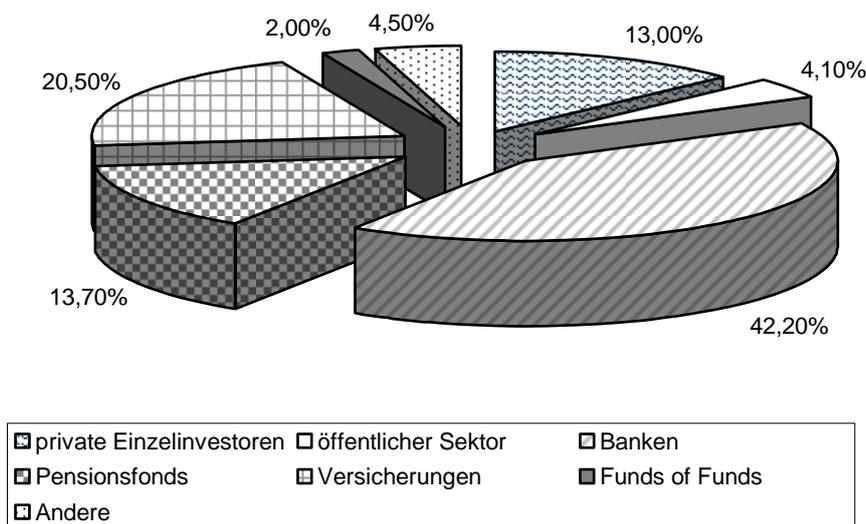


Abbildung 11: Anteil der Kapitalzufuhr nach Finanzierungsquellen im Jahr 2003 in Österreich

Quelle: EVCA (2004a), Seite 85.

¹⁰⁸ Jud (2004), S. 22.

¹⁰⁹ Siehe Interview AVCO, S. 89 ff.

Wie in Abbildung 11 ersichtlich, sind in Österreich **Banken** die größten Investoren für VC. Insgesamt ist die Dominanz der Banken in den letzten Jahren allerdings rückläufig. Im Jahr 1997 hatten sie noch einen Finanzierungsanteil von 82,2%. Zum Teil kann das Ausdruck des Entwicklungsstandes des PE-Marktes sein. Im Lebenszyklus der meisten europäischen Risikokapitalmärkte kommt den Banken in der Startphase offenbar eine initiiierende und stabilisierende Rolle zu, während im weiteren Verlauf andere institutionelle Investoren an Bedeutung gewinnen.¹¹⁰ Damit liegt Österreich auch im gesamteuropäischen Trend. Jedoch liegt der Bankenanteil in Österreich noch deutlich über dem europäischen Durchschnitt von 21,5%.¹¹¹

Ähnlich wie die Banken hat der **öffentliche Sektor** eine fördernde Wirkung auf den PE-Markt. Solange der Markt unterentwickelt ist, tragen öffentliche Kapitalgeber dazu bei, dass die Finanzierungslücke verringert und die Entwicklung in Gang gesetzt wird. Ebenso wie die Banken haben solche Investoren an Anteil verloren und liegen im Jahr 2003 mit 4,1% sogar unter dem europäischen Niveau von fast 7%.

Versicherungen haben in den letzten Jahren ihr Engagement deutlich ausgeweitet und sind nun nach den Banken die größten Investoren für PE. Sie und **Pensionsfonds**, die erst 2002 als Geldgeber in Erscheinung getreten sind, gelten wegen ihres langen Investitionshorizontes als die optimalen Partner. Außerdem haben Versicherungen und Pensionsanstalten, im Gegensatz zu Banken kein strategisches Interesse am Finanzierungsmarkt.¹¹² Das Engagement dieser institutionellen Anleger ist in Österreich aufgrund rigider Veranlagungsrichtlinien in der Höhe noch begrenzt. So dürfen Pensionskassen erst seit 2001 Risikokapital bereitstellen.

Private Einzelinvestoren spielen im VC-Geschäft traditionell eine eher untergeordnete Rolle. Im Gegensatz zu Aktien oder Investmentanteilen ist es bei einer VC-Investition nur sehr selten möglich, kleine Stückelungen einzusetzen. Außerdem ist der Investitionshorizont für private Anleger sehr lang. Dennoch liegt der Anteil in Österreich 2003 bei 13%. Diese Zahl bedeutet im Vergleich zu den vergangenen Jahren einen deutlichen Spitzenwert nach oben. So lag der Anteil 2002 bei 5,7% und 2001 bei 5%. Ein Grund für diese Erscheinung ist die Zuordnung von Stiftungen zu Privatinvestoren. Außerdem ermöglicht das geringe Volumen der heimischen PE-Szene oft solche Ausreißer. So hatten 2002 **Fund of Funds** einen Investitionsanteil von 20,1%, während sie 2001 mit lediglich 5 und 2003 gar nur 2% ausgewiesen werden. Verantwortlich dafür zeigte sich eine große Investition 2002.¹¹³

¹¹⁰ Peneder/Wieser (2002), S. 38.

¹¹¹ EVCA (2004b), o. S.

¹¹² Siehe Interview AVCO, S. 89 ff.

¹¹³ Siehe Interview AVCO, S. 89 ff.

Fund of Funds stellen eine Sonderform von Kapitalgebern dar. Sie akquirieren Kapital von Investoren und investieren es weiter in andere Beteiligungsgesellschaften. Sie sind somit Intermediäre zwischen Investoren und den Beteiligungsfonds. Sie sind nicht auf Unternehmensanalyse, sondern auf Fondsanalyse spezialisiert. Die Diversifikation findet dadurch nicht nur durch Investitionen in verschiedene Branchen, sondern auch durch Geldanlage in verschiedene Unternehmensphasen statt. Investoren in Fund of Funds haben den Vorteil, eine große Diversifikation mit vergleichsweise wenig Kapitaleinsatz zu erzielen.¹¹⁴

Das aufgebrachte Geld kommt zunehmend aus dem Inland. Waren 2001 noch 38% der Gelder aus dem Ausland, verringerte sich dieser Wert bis 2003 auf 13,4%.¹¹⁵

5.4 Das Portfolio

Wie in Kapitel 3.4 beschrieben, gibt es im Lebenszyklus eines Unternehmens verschiedene Phasen, in denen die Möglichkeit einer VC-Finanzierung besteht. Jede dieser Phasen stellt spezifische Anforderungen an Risikobereitschaft, Kapitalbereitstellung, Know-how und Managementunterstützung an den VC-Geber. In Österreich wird das meiste Kapital in Unternehmen in der Expansionsphase investiert. Abbildung 12 verdeutlicht den über die letzten Jahre stabil hohen Anteil an Expansionsfinanzierungen am österreichischen Gesamtportfolio. Dieser Wert steht im Gegensatz zum europäischen Trend, wo der Buyout 2003 die wichtigste Investitionsphase mit 63,3% der eingesetzten Mittel darstellt.¹¹⁶

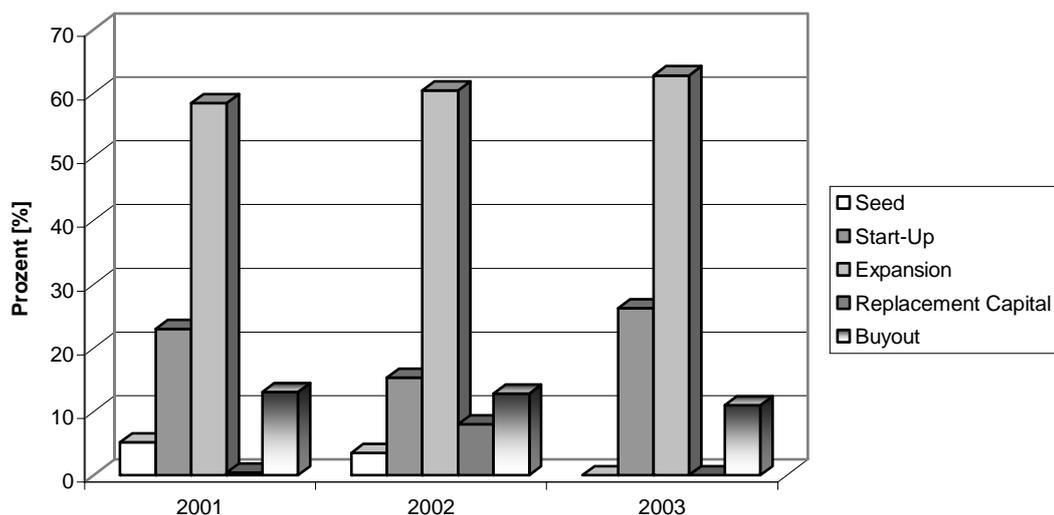


Abbildung 12: Investitionen verteilt nach Entwicklungsphasen von 2001-2003

Quelle: EVCA (2004a), Seite 87

¹¹⁴ Peneder/Wieser (2002), S. 39.

¹¹⁵ EVCA (2003) S. 83 und (2004a), S. 86.

¹¹⁶ EVCA (2004b), o. S.

Das geringe Ausmaß an MBOs, MBIs und anderen Finanzierungsanlässen in späteren Entwicklungsphasen der Unternehmen gilt als Charakteristikum der österreichischen Szene. Dieser Unterschied wirkt sich vor allem bei den investierten Beträgen, in abgeschwächter Form auch bei der Zahl der finanzierten Unternehmen aus. Start-Up-Finanzierungen nehmen einen wesentlich wichtigeren Platz ein, als im europäischen Durchschnitt. Doch planen die österreichischen Kapitalgeber die 2003 aufgebrauchten Mittel verstärkt für Buy-Out Investments zu verwenden. Waren es 2002 noch rund 30% der Fundraising Ergebnisse, die in solche „later stage deals“ eingebracht werden sollten, so sind es im darauf folgenden Jahr bereits fast 38%. Der Anteil der Mittel für Expansionsfinanzierungen sollen auf 44% reduziert werden, was immer noch den größten Bereich darstellt, jedoch eine deutliche Reduktion bedeutet. Die verbleibenden 18% sind für Frühphasenfinanzierungen reserviert, welche fast zur Gänze in das high-tech Segment fließen sollen.¹¹⁷ Die Fokussierung auf technologieorientierte Unternehmen ist verständlich, berücksichtigt man, dass das Chancen-Risikoprofil von großer Unsicherheit und hohem Wertsteigerungspotential am häufigsten auf solche Betriebe zutrifft.

Die Verteilung der Investments nach einzelnen Branchen (siehe Abbildung 13) zeigt einen deutlichen Rückgang der Volumina für Unternehmen in der Computerbranche, Industrieprodukte und den Chemiesektor, die alle nur rund die Hälfte der Geldflüsse des Vorjahres lukrierten. Im Vergleich dazu legten die als Medium- bis Low-Tech eingestuften Branchen, wie zum Beispiel das Transportwesen um mehr als das Zehnfache, Konsumgüter auf den dreifachen Wert, deutlich zu. Insgesamt verlor der High-Tech-Sektor 8% von seinem relativen Anteil und verzeichnete einen totalen Rückgang von 74 Millionen Euro auf 49 Millionen.

¹¹⁷ EVCA (2004a), S. 86.

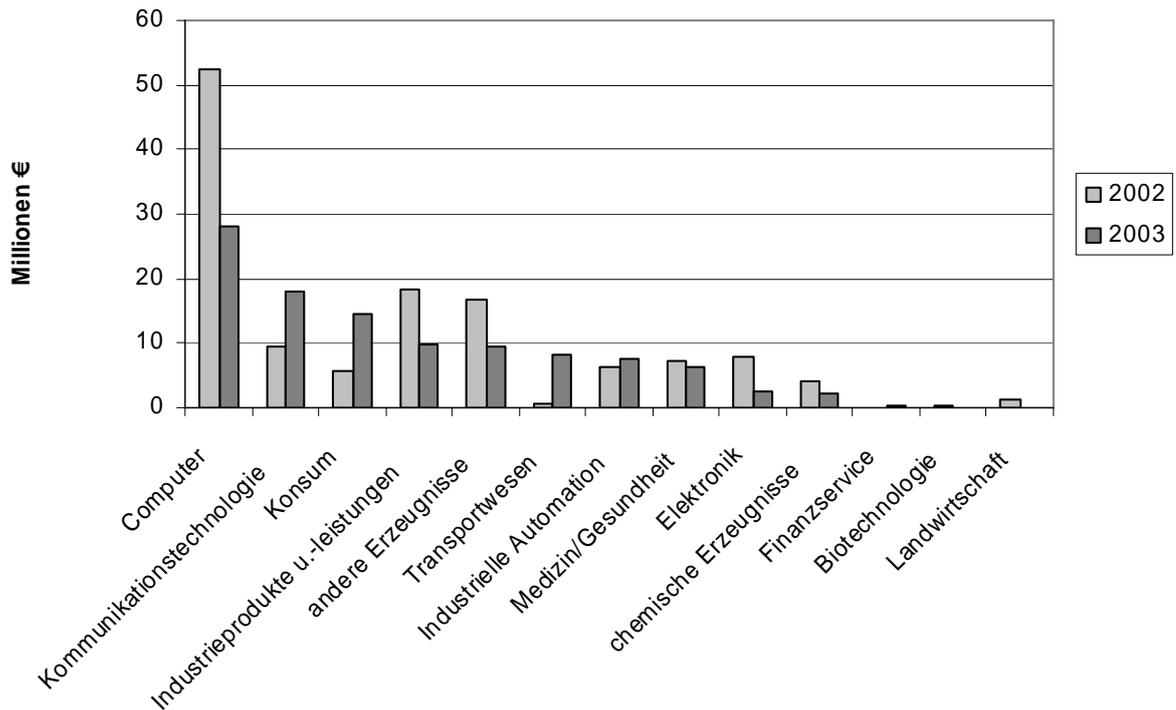


Abbildung 13: Branchenverteilung

Quelle: EVCA (2004a), Seite 87

Die Aufteilung nach regionalen Gesichtspunkten der PE-Investitionen zeigt eine deutliche Konzentration auf Ostösterreich und speziell auf den Raum Wien. Schon die Verteilung der Beteiligungskapitalfirmen, die zu 90% in Wien angesiedelt sind, zeugt von den Konzentrationstendenzen dieses Sektors. So wird auch ein Großteil der Beteiligungen in Wien eingegangen. An zweiter Stelle folgt Niederösterreich und dann die Steiermark. Auffallend gering sind die Investitionstätigkeiten in Kärnten, Burgenland und Tirol. Bemerkenswert ist die Entwicklung der Beteiligungen, die im Ausland getätigt werden. Über die letzten drei Jahre nahm deren Anteil deutlich zu. Das ist ein Zeichen für die zunehmende Internationalisierung des österreichischen Marktes, der mehr und mehr vor allem die umliegenden osteuropäischen Staaten und neue EU-Mitglieder entdeckt.¹¹⁸

¹¹⁸ Näheres dazu in Kapitel 7.5.

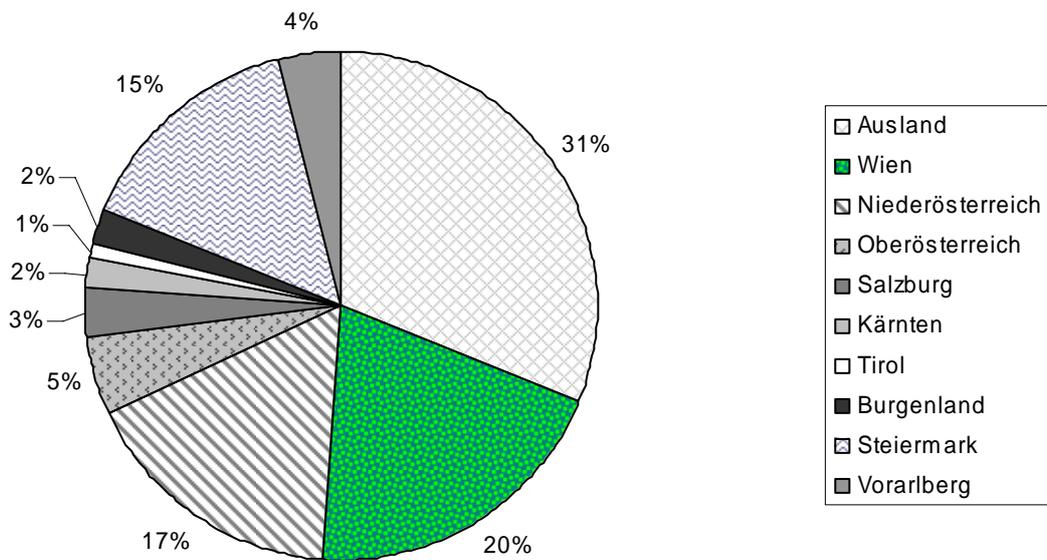


Abbildung 14: Regionale Verteilung der Investitionen 2003

Quelle: AVCO

Bei jeder Investition in ein Portfoliunternehmen stellt sich die Frage, wie der Exit vollzogen werden soll. Die Möglichkeiten einer Abschichtung der Beteiligung wurden in Kapitel 3.2.6 eingehend erläutert. Die für einen Venture Capitalisten als am lukrativsten geltende Möglichkeit, der IPO, ist in Österreich eine eher seltene Erscheinung. Gab es 1999 noch fünf Erstmissionen und 2000 vier spätere Aktienverkäufe (post IPOs), konnten in den darauf folgenden Jahren 2001 bis 2003 überhaupt keine IPOs an der Wiener Börse realisiert werden.¹¹⁹ Als Hauptgrund dafür wird das schlechte Börsenklima der vergangenen Jahre genannt. Doch konnte auch im Jahr 2004, in dem der Wiener Börsenindex ATX mit einem Zuwachs von 57% ein hervorragendes Jahr zu verzeichnen hatte, mit Betbull lediglich ein neues Unternehmen an die Börse gebracht werden. Für diesen Zustand zeigen sich mehrere Faktoren verantwortlich, auf die in Kapitel 6 näher eingegangen wird.

Insgesamt konnte das Volumen der Desinvestitionen, nachdem es sich schon von 2001 auf 2002 verdoppelt hatte, um weitere 20% gesteigert werden und liegt jetzt bei rund 77 Millionen Euro, obwohl die Zahl der Exits um ein Viertel auf 151 zurückging.

¹¹⁹ Peneder/Wieser (2002), S. 33, EVCA (2004a), S. 86 und Wiener Börse (2004), o. S.

Die, gemessen an den Beträgen bedeutendsten Ausstiegskanäle 2003 waren „Trade Sales“ und „Sales of quoted Equity“. Während Verkäufe an andere PE-Investoren 2003 nicht vorkamen, gab es in diesem Jahr wieder Veräußerungen an Finanzinstitute und Buy-Backs.

Divestments durch Abschreibungen konnten um fast 40% gesenkt werden, obwohl sie immer noch einen Anteil von 33% des Gesamtaufkommens ausmachen. Eine Aufstellung der Exitkanäle zeigt Abbildung 15.

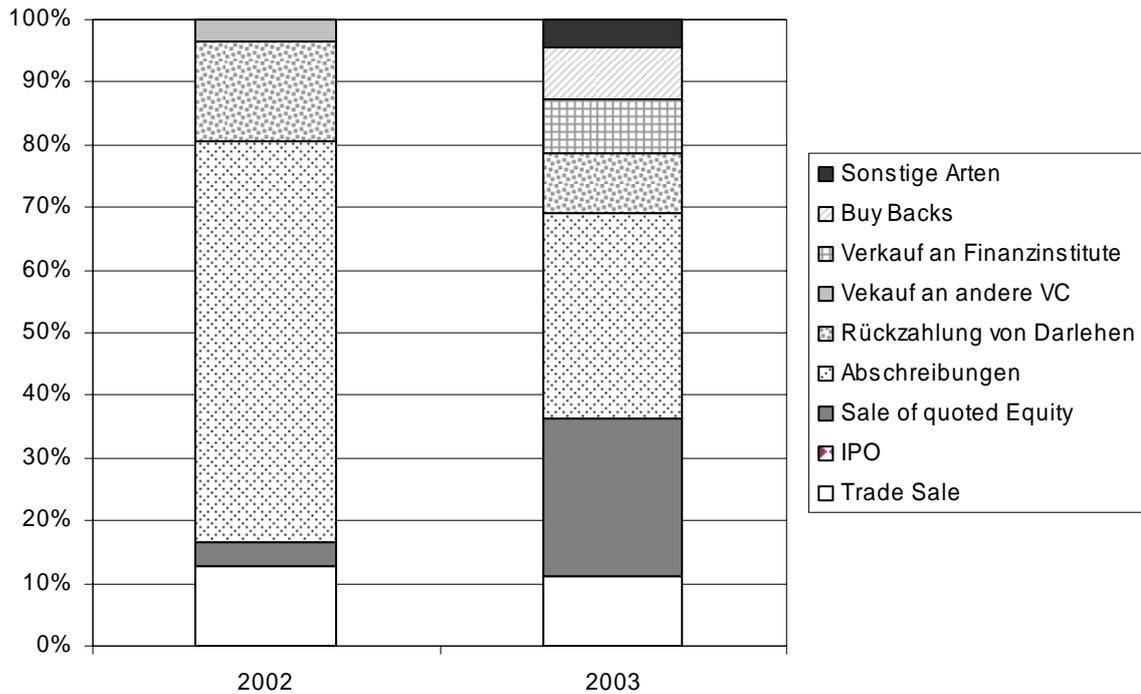


Abbildung 15: Exitstatistik
 Quelle: EVCA (2004a), Seite 88

6. PROBLEME DES ÖSTERREICHISCHEN VENTURE CAPITAL MARKTES

6.1 Überblick

Obwohl in Österreich in den letzten Jahren eine deutliche Entwicklung einer Beteiligungskapitalbranche zu verzeichnen war, hinkt die heimische Szene dem europäischen Durchschnitt hinterher. Grund dafür sind, neben der erst kurzen Existenz eine Vielzahl an Problemen und Einschränkungen, denen sich die Akteure konfrontiert sehen. Es wurde bereits viel erreicht (neue Rechtsform, Förderungen, Verringerung der Investitionsbeschränkung), aber die rechtlichen, politischen und unternehmerischen Strukturen bedürfen einer weiteren und stetigen Weiterentwicklung.

Als Hauptgründe für die herrschenden Schwierigkeiten am österreichischen PE-Markt wurden folgende Punkte ausgearbeitet:

- Die in Österreich bestehenden, unausgereiften Fondsstrukturen
- Die beschränkte Bekanntheit von VC/PE in Österreich
- Eine auf die speziellen Anforderungen von Beteiligungskapital nicht ausgerichtete Förderlandschaft
- Mangel finanzierungswürdiger Projekte
- Konzentration auf Fremdkapitalfinanzierungen
- Die dominante Rolle der Banken als VC-Investor
- Ein unterentwickelter Kapitalmarkt
- Investitionsbeschränkungen institutioneller Investoren.

Die verschiedenen Problembereiche sind oft eng miteinander verwoben, was dazu führt, dass es kaum möglich sein wird, einzelne Bereiche allein für sich zu verbessern. Da Venture Capital fest in einem bestehenden österreichischen Finanzierungssystem verankert ist, sind Entwicklungen der Rahmenbedingungen immer in Abstimmung mit anderen Bereichen zu treffen. Das wird Zeit benötigen.

6.2 Unausgereifte Fondsstrukturen

In Österreich existieren, wie in Kapitel 5.2 bereits erwähnt zwei Arten der Fondsgesellschaften. Die Kommanditgesellschaft, die international übliche Struktur, hat neben dem höheren Strukturierungsaufwand und den Anforderungen an Know-how im Gegensatz zur MFAG noch einen weiteren Nachteil. Das österreichische Steuersystem ist durch ein halbes „participation exemption“ Konzept gekennzeichnet. Das bedeutet, dass Beteiligungserträge, die sich aus der Beteiligung einer Körperschaft an einer anderen ergeben,

steuerfrei sind, während Veräußerungserlöse solcher Beteiligungen der vollen Körperschaftsteuer unterliegen. Gerade im PE-Geschäft ist dieses System von großem Nachteil, da Beteiligungserträge aus den Portfoliounternehmen meist nicht abgeschöpft werden, um die wirtschaftliche Entwicklung der Unternehmen und damit auch die Unternehmenswertsteigerung nicht zu bremsen, aber dafür Beteiligungsveräußerungserlöse angestrebt werden, die in vollem Umfang der Steuer unterliegen.¹²⁰

Das in Österreich vorherrschende Konzept der MFAG verfügt zweifellos über den Vorteil einer ganzen Reihe von Steuerausnahmen und Gebührenbefreiungen, die die Abwicklung von Beteiligungsgeschäften erleichtern. Außerdem werden Nachteile, die sich aus dem österreichischen Steuersystem für PE/VC ergeben, wieder kompensiert. Dem stehen jedoch zwei Kritikpunkte gegenüber, die sich aus der derzeitigen Situation ergeben.

- I. Das MFAG Konzept steht in einigen Punkten im Widerspruch zu den international üblichen Anforderungen des VC-Geschäftes.
- II. Die MFAG verletzt nach Ansicht der Europäischen Kommission möglicherweise europäisches Beihilfenrecht.

6.2.1 MFAG und Anforderungen des PE/VC-Geschäftes

Wie in Kapitel 5.2.1 bereits erwähnt, wurden bei der Einführung der MFAG regulierungspolitische Ziele verfolgt. Diese Maßnahmen sind teilweise sehr rigide formuliert und werden damit dem dynamischen Charakter der Beteiligungskapitalindustrie mit ihrer starken internationalen Ausrichtung nicht gerecht und erzeugen in der Folge Wettbewerbsnachteile für österreichische VC-Geber.

Die **49% Beschränkung** stellt gerade bei Buy-Out-Geschäften eine erhebliche Restriktion dar. Während bei Expansionsfinanzierungen in der Regel ohnedies nur Minderheitsbeteiligungen eingegangen werden, werden bei Buy-Outs oft 100% der Geschäftsanteile übertragen, die zu einem erheblichen Teil vom Beteiligungsgeber übernommen werden müssen, weil das Management nicht über ausreichende Mittel verfügt.¹²¹ Aufgrund der geltenden Beschränkungen können solche Transaktionen nicht aus einer Hand getätigt werden. Es müssen aufwendige Kooperationen mit anderen Finanzierungspartnern eingegangen werden, was die Komplexität und Kosten deutlich erhöht. Da Buy-Outs in entwickelten Finanzmärkten den Großteil des Investitionsvolumens

¹²⁰ AVCO (2003), S. 14.

¹²¹ AVCO (2002), S. 16.

ausmachen, stellt das einen erheblichen Nachteil gegenüber ausländischen Beteiligungsgebern, da die diesen Vorgaben nicht unterliegen.¹²²

Die Auslandsinvestitionsbeschränkung (siehe Seite 36) ist ein weiteres Hemmnis, dem die MFAG unterliegt. Im Zuge zunehmender internationaler und wirtschaftlicher Verflechtung werden grenzüberschreitende Aktivitäten immer wichtiger.¹²³ Durch die Beschränkung auf einen kleinräumigen Markt wie Österreich werden nicht nur etwaige ertragreiche Projekte von vornherein ausgeschlossen, es werden auch Spezialisierungsmöglichkeiten auf bestimmte Branchen, Technologien oder Unternehmensphasen reduziert. Es werden zusätzliche Impulse für die PE-Industrie durch neue Märkte nach der Aufnahme der östlichen Nachbarstaaten in die EU im Mai 2004 eingeschränkt. Eine Fokussierung auf Österreich hemmt auch Kapitalzuschüsse, da ausländische Finanziere nur durch erfolgsversprechende Beteiligungsstrategien gewonnen werden können, die durch einen zu eng vorgegebenen Fokus reduziert werden.

Durch die **Portfoliobestimmungen** sind bestimmte Branchen von der Finanzierung durch MFAGs ausgeschlossen. So darf in Energieversorgungsunternehmen und Finanzdienstleister nicht investiert werden. Innerhalb der letzten Jahre sind in diesen Branchen durch das Entstehen neuer Bereiche, wie Online-Banking-Dienste, Online-Broker, aber auch neuer Technologien zur Energieerzeugung und der Liberalisierung der Märkte neue Investitionsmöglichkeiten erwachsen. Hier bleibt durch die Sperre Potential ungenutzt.

Die Regelungen der MFAG stellen stark auf „evergreen funds“ ab. Evergreen funds sind Fondskonstruktionen mit unbestimmter Laufzeit. Der internationale Trend geht jedoch in die Richtung von „closed end funds“ mit festen Laufzeiten, da die festen Laufzeiten der Fonds und Managementverträge für eine höhere Transparenz der Zahlungsströme, eine bessere Fondsperformance und vor allem eine besser planbare Liquidität der investierten Mittel sorgen. Sollen im Rahmen der MFAG „closed end funds“ verwirklicht werden, ergeben sich erhebliche Probleme bei der Erfüllung geltender Bestimmungen gerade im Liquidationszeitraum.¹²⁴

Evergreen Funds ist allerdings zugute zu halten, dass sie eine nicht zu unterschätzende wirtschaftliche Bedeutung haben und es gibt im Vergleich zu Closed End Funds mit einer beschränkten Laufzeit keine Vorgaben der Investoren, wann der Fonds geschlossen wird.

¹²² AVCO (2002), S. 16.

¹²³ Siehe Interview AWS, S. 97 ff.

¹²⁴ AVCO (2003), S. 15.

Damit können Rückflüsse aus Beteiligungsveräußerungen sofort wieder reinvestiert werden. Portfoliostrategien lassen sich so mitunter leichter umsetzen.¹²⁵

6.2.2 MFAG und europäisches Beihilferecht

Mit einem Schreiben an die ständige Vertretung Österreichs bei der Europäischen Union vom 27.03.2002 stuft die Generaldirektion „Wettbewerb“ das MFAG Konzept vorläufig als Beihilfe gemäß Art. 87 (1) EGV ein und will der europäischen Kommission Maßnahmen vorschlagen, die die Abschaffung der Steuerbegünstigung vorsehen. Damit wurde ein Vorprüfungsverfahren gegen das MFAG Konzept eingeleitet.

Sollte im Rahmen des Vorprüfungsverfahrens keine Einigung zwischen Österreich und der Kommission erzielt werden können, wird in weiterer Folge schließlich das formale Prüfverfahren eingeleitet. Gegen die daraus resultierende Entscheidung kann nur mehr ein Verfahren vor dem Europäischen Gerichtshof angestrengt werden. Mögliche Rechtsfolgen reichen von der Variante der bedingten Weiterführung bis zur Abschaffung der MFAG.¹²⁶

6.3 Beschränkter Bekanntheitsgrad

Die österreichische Privat Equity Szene existiert im Gegensatz zu den stärker entwickelten Märkten in anderen europäischen Ländern, die schon vor gut fünfundzwanzig Jahren geschaffen wurden, erst seit rund einem Jahrzehnt. Aus der relativen Neuheit dieser Finanzierungsform und der in Österreich speziell sich besonders auf Fremdkapital stützenden Unternehmensfinanzierung folgen eine Reihe von Hindernissen, das neue Vehikel anzunehmen. Diese sind:

- Ein fehlender Track Report,
- Fehlende Erfahrung im Umgang mit dem neuen Vehikel.

6.3.1 Der fehlende Track Report

Österreichische Beteiligungsunternehmen können noch auf keine Erfolgsgeschichte verweisen, die etwaige Unternehmer zu einem Annehmen dieses Partners bewegen.¹²⁷ So beantworteten etwa in einer Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Arbeit und Wirtschaft (BMWA), 73% der befragten Manager, sie wären die Venture Capital-Partnerschaft lediglich eingegangen, da eine andere Art der Finanzierung nicht mehr möglich gewesen wäre.¹²⁸ Dieser Wert spricht eine deutliche Sprache, wie wenig

¹²⁵ Szigmund (2004), S. 2.

¹²⁶ AVCO (2003), S. 15.

¹²⁷ Siehe Interview Capexit, S. 81 ff.

¹²⁸ Gloden (2004), S. 75.

Beteiligungsfinanzierungen in den Überlegungen der österreichischen Firmeneigner als alternative oder gar ergänzende Maßnahmen eine Rolle spielen. Der Wunsch nach zusätzlichen Kompetenzen ist für die Entscheidung in den wenigsten Fällen relevant. Erst im Laufe der Beteiligung steigt die Bedeutung der finanzierungsunabhängigen Unterstützung an und für nahezu 2/3 der Unternehmen ist eine weitere Existenz ohne VC nicht mehr vorstellbar.¹²⁹

6.3.2 Die fehlende Erfahrung mit Venture Capital

Es ist jedoch nicht nur so, dass Fondsgesellschaften aufgrund fehlender vorzeigbarer Erfolge wenig Begeisterung und Vertrauen erzeugen können, sondern die österreichische Gesellschaft befindet sich in einem Lernstadium, in dem sich sowohl Investoren, Beteiligungsgesellschaften, als auch Unternehmer an dieses Instrument gewöhnen und den Umgang mit diesem erlernen müssen.

Die Venture-Capital-Szene unterliegt dem Wechselspiel zwischen Angebot und Nachfrage. Erst wenn die Möglichkeit einer Wachstumsfinanzierung angeboten wird, kann der Eigentümer Überlegungen und Fertigkeiten entwickeln, sein Geschäft so zu konzipieren, dass ein Investor guten Gewissens Geld zur Verfügung stellen kann.¹³⁰ Dieser Prozess benötigt jedoch Zeit. Schließlich wird erst durch die erfolgreiche Installierung geeigneter Standards und vor allem für beide Seiten lukrative Abschlüsse solcher Projekte Aufmerksamkeit auf das Marktsegment gelenkt, wodurch neue Fonds entstehen. Da es in Österreich bis vor zehn Jahren keinen Risikokapitalmarkt gab, muss erst eine Kultur für Venture Capital entstehen. Der Aufholprozess schreitet langsam voran.

Abbildung 16, aus der Studie „Investoren in Private Equity – ein Markt im Aufbruch“ der deutschen Private Equity Consultants Mackewicz & Partner aus dem Jahr 2002, beweist die geringe Erfahrung, die österreichische Investoren im Umgang mit PE im Vergleich zu anderen europäischen Ländern haben. Gerade Pensionsfondsmanager, die erst seit wenigen Jahren als Investoren auftreten dürfen, lassen oft das nötige Bewusstsein und Know-how vermissen, die Potentiale von Private Equity zu erkennen und auszuschöpfen.

¹²⁹ Gloden (2004), S. 73.

¹³⁰ Siehe Interview AVCO, S. 89 ff.

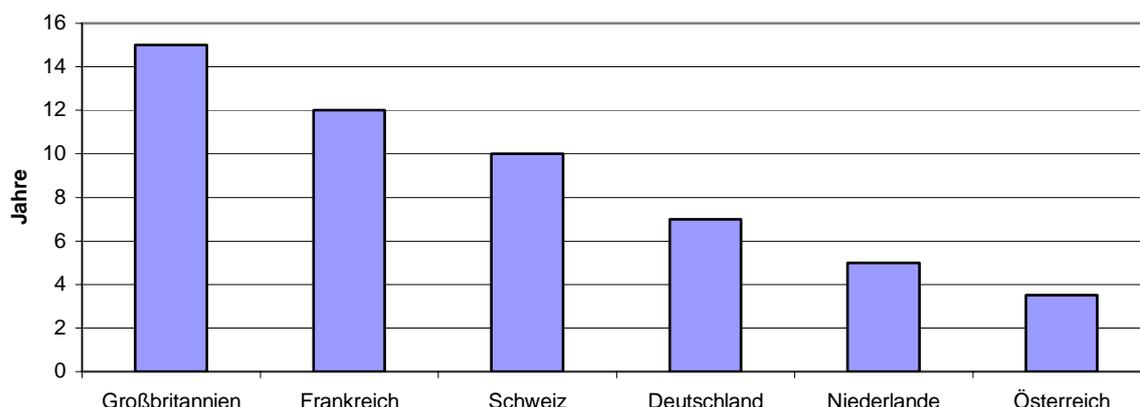


Abbildung 16: Durchschnittliche Erfahrung von Investoren mit Private Equity

Quelle: Mackewicz & Partner Management Consultants (2002), Seite 4.

Zusätzlich wurde das Investorenvertrauen in den letzten Jahren durch das Platzen der New Economy Blase schwer erschüttert.

Als man Mitte der 90er Jahre begann, sich verstärkt mit PE zu beschäftigen, fiel das mit einer großen weltweiten Euphorie zusammen, als von Amerika und England ausgehend begonnen wurde im großen Stile zu investieren. In Österreich wurde ebenfalls mit dem großen Potential des neuen Marktes gerechnet. Im Nachbarland Deutschland hatte die Szene mit ihrem breiten Publikum bereits kräftig angezogen. Institutionelle Investoren sahen die Möglichkeit schnell lukrative Geschäfte zu machen. Jedoch schon wenige Jahre darauf kam der Zusammenbruch, was viele Investoren wieder sehr stark verschreckte. Der Effekt war in Österreich besonders stark, da es noch keine gewachsenen Strukturen gibt. In einem älteren Markt, in dem wesentlich mehr Erfahrung im Umgang mit den Höhen und Tiefen dieses Geschäftes existiert, werden solche Ereignisse als notwendiger Bestandteil der Investitionsstrategie gesehen. Das Veranlagungsgeschäft lebt nicht von kurzfristigem Spekulieren, sondern von langjähriger Erfahrung.¹³¹

Auch muss sich ein für ein gut entwickeltes Private Equity-Geschäft nötiger Cluster um die eigentlichen Beteiligten entwickeln. Dieses Umfeld mit Anwälten, Steuerberater, Corporate-Finance-Fachleuten und M&A-Beratern, die hier ihr Spezialgebiet haben, bedeutete in den letzten Jahren einen Engpass, in der Zwischenzeit konnte das Marktsegment allerdings gut erschlossen werden, was die Anzahl von 31 AVCO-Mitgliedern rein aus der Beraterszene bezeugt.¹³²

¹³¹ Siehe Interview AWS, S. 97 ff.

¹³² Siehe Interview AVCO, S. 89 ff.

6.4 Die Förderlandschaft

In Österreich gibt es eine Vielzahl verschiedener Förderungsmöglichkeiten. Diese reichen von Förderungen für Klein- und Mittelbetriebe, für Forschung und Entwicklung, über Unternehmensgründungen bis zu Investitions- und Technologieförderungen. Die breite Produktpalette beinhaltet Barzuschüsse, Zinszuschüsse als auch Übernahmen von Garantien. Durch den Beitritt Österreichs zur Europäischen Union kam es zu einer Ausweitung der Förderungen, da einerseits innerhalb der Regionalfördergebiete höhere Förderungsobergrenzen gelten und andererseits in den Zielfördergebieten Kofinanzierungen durch die EU ermöglicht wurden.

Öffentliche Maßnahmen mit engem Bezug auf PE lassen sich in zwei Kategorien einteilen. Diese sind:¹³³

- ***Maßnahmen ohne Fördercharakter:***

Diese öffentlichen Impulsmaßnahmen sind meist darauf gerichtet, ein bestimmtes Marktangebot sicherzustellen, das auf Grund von Externalitäten, Netzwerkeffekten oder zu hohen Risiken rein privat nur unzureichend oder überhaupt nicht zu Stande kommt. Hier ist im Besonderen auf Marktkonformalität zu achten, da durch das öffentliche Handeln nur Lücken geschlossen werden sollen, bzw. Entwicklungen beschleunigt oder verlangsamt, aber Marktergebnisse in ihren Grundsätzen nicht verändert werden sollen.

- ***Maßnahmen mit Fördercharakter:***

Solche Förderprogramme haben den Zweck, das Verhalten privater Wirtschaftsakteure in eine bestimmte Richtung zu orientieren, deshalb sind sie zwangsläufig mit Einschränkungen verbunden. Hier besteht die Rücksichtnahme beim Maßnahmendesign auf den Markt nur in der Form, dass das Teilnahmeinteresse und damit die Wirkungsmöglichkeiten der Maßnahmen nicht gesenkt werden.

Entscheidend bei staatlichen Eingriffen ist es, auf Wirkungsneutralität zu achten. Das bedeutet, öffentliche Gelder dürfen im Rahmen solcher Programme private Investitionstätigkeiten nicht substituieren und auf diese Weise zu Verdrängungseffekten und Marktverzerrung führen. Diese Gefahr ist bei sehr spezifischen Förderprogrammen weit mehr gegeben, weshalb die EU auch scharfe Restriktionen vorsieht.

¹³³ AVCO (2003), S. 9 f.

Da ein grundsätzliches EU-Beihilfenverbot an Unternehmen gilt, wird es durch Spezialregelungen relativiert. Unter folgenden Gesichtspunkten sind direkte Unternehmensförderungen auch in der EU möglich:¹³⁴

- Unterstützung der Forschungs- und Entwicklungstätigkeit
- Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit von KMUs
- Verbesserung der Regionalstruktur
- Förderung des Umweltschutzes
- Forcierung von Aus- und Weiterbildung bzw. Schulung.

Die Förderpolitik der EU setzt auch Höchstgrenzen in Abhängigkeit von folgenden Kriterien fest:

- Größe des beantragenden Unternehmens,
- Standort der Investition (Wettbewerbskulisse für Regionalförderungen) und
- Charakter des Investitionsvorhabens (EU-Förderschwerpunkte)

6.4.1 Österreichische Förderinstrumente

In Österreich existiert eine Vielzahl unterschiedlicher Initiativen zur Unterstützung innovativer Unternehmensgründungen, Innovationen und der erfolgreichen Entwicklung von KMUs. Die nationalen Förderungen auf Bundes- und Landesebene sind grundsätzlich den EU-Förderrichtlinien untergeordnet. Die wichtigsten Instrumente werden hier vorgestellt.

6.4.1.1 Austria Wirtschaftsservice

Mit dem Gesetz zur Errichtung der Austria Wirtschaftsservice GmbH (AWS)¹³⁵ führte die Republik Österreich mit dem 01.10.2002 eine Reihe von Fördereinrichtungen zusammen. Damit bündelt die AWS sämtliche unternehmensbezogene Wirtschaftsförderungen des Bundes und ist als One-Stop-Shop in der Lage, Unternehmen in mehreren Phasen zu begleiten. Als Unternehmen des Bundes vergibt die AWS Förderungen und Finanzierungen für österreichische Unternehmen, berät Wirtschaftstreibende in allen Phasen des Unternehmenswachstums und fördert und vermittelt Technologien & Innovationen. Die zum AWS zusammengeführten Einrichtungen sind:

- Die Bürges Förderbank,
- Die Finanzierungsgarantiegesellschaft,
- Die Innovationsagentur.

¹³⁴ Austrian Business Agency (2002), S. 1.

¹³⁵ Die AWS ist zu 100% im Besitz der Republik Österreich. Träger der AWS sind das Bundesministerium für Finanzen (BMF) und das Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit (BMWA).

Programme, mit für Beteiligungskapitalpartner von besonderem Interesse, sind:

- ***Garantien für Eigenkapital***

Diese Förderung gilt für Beteiligungen an KMUs aller Branchen mit Ausnahme von Betrieben der Tourismus- und Freizeitwirtschaft. Durch die Eigenkapitalgarantie wird das Risiko des Beteiligungsgebers bei Insolvenz des Unternehmens abgesichert. Bei institutionellen Kapitalgebern wird es jedoch nur bis 50% des Beteiligungsbetrages garantiert, während Investitionen natürlicher Personen mit 100% gedeckt werden. Die garantierten Beträge pro Portfoliounternehmen betragen maximal 2 Millionen Euro über eine Laufzeit von bis zu 10 Jahren.

- ***Garantien für Technologiefinanzierungen***

Die Technologiefinanzierungsgarantie erfolgt in Kombination von einer Garantie einer Beteiligung durch eine Venture-Capital-Gesellschaft und Besicherung eines Bankkredites in maximal gleicher Höhe. KMUs sollen dadurch in zweifacher Weise, nämlich durch Mobilisierung von Eigen- und Fremdkapital, gefördert werden. Die Garantieleistung der AWS besteht in der Verpflichtung, der Beteiligungsgesellschaft die garantierte Beteiligung zu jedem beliebigen Zeitpunkt innerhalb von fünf Jahren zu 50% der Anschaffungskosten abzukaufen. Gleichzeitig wird ein Kredit des KMU mit einer Garantiequote von 85% bis 100% besichert. Garantiert wird diese Rückzahlung der offenen Kreditsumme aber nur bei Insolvenz des Unternehmens. Voraussetzung für die Anwendbarkeit des Programms ist, dass das geförderte Unternehmen ein technologieorientiertes KMU im Sinne der EU ist, und sich durch einen hohen Forschungs- und Entwicklungsanteil sowie einen starken Aufbau von Humankapital in einer Betriebsstätte in Österreich auszeichnet. Die Kosten für die VCG belaufen sich auf 0,5% des gedeckten, eingezahlten Betrages pro Halbjahr.

- ***Kapitalgarantien***

Durch die Kapitalgarantie kann ein Investor seine Beteiligung an Private Equity Fonds absichern. Dadurch wird sein Risiko gemindert und für die Fonds soll der Fundraising-Prozess erleichtert werden. Kapitalgarantien werden in 100 und 80% Varianten angeboten. Der PE-Fonds bzw. die Managementgesellschaft stellt in seiner Gründungsphase einen Antrag auf Ausstellung einer Kapitalgarantie an die AWS. Diese prüft und beurteilt den Fonds. Bei positivem Ausgang kann die Gesellschaft einzelnen Investoren daraufhin eine Kapitalgarantie für deren Investment anbieten. Nachdem der Fonds die einzelnen Investoren gegenüber der

AWS namhaft macht, wird von jener eine Kapitalgarantie für diese Investoren ausgestellt, die dann ein Garantientgelt zu entrichten haben.

Kapitalgarantien sind in der Zwischenzeit eine Voraussetzung für eine erfolgreiche Einrichtung eines Fonds geworden.

Die AWS-Kapitalgarantie ist bei der EU als Nichtförderung gemeldet, d.h. es müssen allfällige Haftungszahlungen durch die Einnahme der Garantientgelte gedeckt sein. Dies erfordert damit höhere Garantientgelte als bei geförderten Haftungsprodukten, wo ein Verlust bewusst aus förderpolitischen Gründen in Kauf genommen wird. Damit ist allerdings keine wirkliche Gewinnabsicht der AWS verbunden, sondern schlussendlich sollen nur alle damit verbundenen Kosten abgedeckt sein.¹³⁶

Die ERP-Fonds wurden im Zuge der Einrichtung der AWS ebenfalls organisatorisch über eine gemeinsame Geschäftsführung mit dieser verschränkt.

6.4.1.2 ERP-Fonds

Der 1962 gegründete ERP-Fonds ist eine Förderungsinstitution auf nationaler Ebene. Der ERP-Fonds fördert Projekte durch die Gewährung von Krediten mit sehr günstigen langfristigen Fixkonditionen.

Dem ERP-Fonds stehen die aus dem Marshallplan stammenden Fondsmittel von rund EUR 2,6 Milliarden zur Verfügung, um die wirtschaftspolitischen Ziele der österreichischen Bundesregierung zu erfüllen. Zusätzlich kann der ERP-Fonds nach Möglichkeit auch Mittel aus dem EU Strukturfonds EFRE für Projekte in EU-Zielgebieten heranziehen. Kredite werden im Allgemeinen nur an kleine und Mittlere Unternehmen nach EU-Definition vergeben.

	Klein- und Mittelbetriebe
Maximale Beschäftigungszahl	250
Maximaler Umsatz (in €Mio)	50,00
Maximale Bilanzsumme (in € Mio)	43,00

Abbildung 17: Kriterien KMU
Quelle: ERP – Fonds (2005a), Seite 1.

Um als KMU klassifiziert zu werden, muss ein Unternehmen sowohl das Kriterium der Beschäftigtenzahl als auch eines der beiden Finanzkriterien erfüllen, also entweder den

¹³⁶ Siehe Interview AWS, S. 97 ff.

Umsatz oder die Bilanzsumme. Zusätzlich muss es unabhängig sein, d. h., es darf nicht zu mehr als 25 % im Besitz eines anderen Unternehmen stehen, welches kein KMU ist.¹³⁷

Durch spezifische Maßnahmen der direkten Wirtschaftsförderung soll der ERP-Fonds zur Strukturverbesserung der österreichischen Wirtschaft beitragen. Durch die Unterstützung technologisch anspruchsvoller Projekte sollen Impulse zu nachhaltigem Wachstum und Beschäftigung gegeben werden. Die Kredithöhe liegt zwischen 0,35 und 7,5 Millionen Euro.

Antragsberechtigt sind Unternehmen der Industrie und des produzierenden Gewerbes, produktionsnahe Dienstleistungsunternehmen sowie Anbieter von e-business-Dienstleistungen mit Betriebsstandort in Österreich.

In einem ERP-Sonderprogramm für eine Gründungs-, Wachstums- und Technologieoffensive sind auch Venture-Fonds antragsberechtigt, die via ERP-Mittel mobilisiertes Beteiligungskapital an Unternehmen in den zuvor erwähnten Sektoren vergeben. Grundgedanke dieser Finanzierung ist die geringe Eigenmittelausstattung der österreichischen Industrie und des Gewerbes und die Schwierigkeit der Finanzierung von risikoreichen Vorhaben, insbesondere von technologieorientierten mittelständischen Unternehmen. Auch soll der Beteiligungskapitalmarkt, speziell auf dem Gebiet der Venture-Finanzierung für Start-Up-Unternehmen, gestärkt werden.¹³⁸ Das ERP-Sonderprogramm folgt dem Grundgedanken von „double equity“¹³⁹. Das Sonderprogramm kann einerseits für Unternehmen als niedrig verzinsten, endfälliger ERP-Kredit mit 5 Jahren Laufzeit angewendet werden. Kreditnehmer ist das Unternehmen. ERP-Wachstumskapital steht zur Verfügung, wenn das Projekt des Unternehmens inhaltlich gemäß den ERP-Richtlinien förderungsfähig ist, und das Projekt entweder von Beginn an gemeinsam mit einem Risikokapitalgeber finanziert wird, oder bis zum Ende der Kreditlaufzeit eine Eigenkapitalzufuhr durch einen Börsengang (erstmalig) bzw. die Hereinnahme eines Finanzinvestors oder eines strategischen Partners erfolgt.¹⁴⁰

Andererseits kann VC-Fonds projektbezogen ein zinsgünstiger Kredit zur Verfügung gestellt werden, um diesen in Form von Beteiligungen an jungen Unternehmen weiterzugeben. Durch den Erhalt von günstigem Kapital soll es dem Fonds wesentlich erleichtert werden Beteiligungen an risikoreicheren Projekten in einer Frühphase und bei relativ kleinen Projekten einzugehen.¹⁴¹

¹³⁷ KMU Forschung Austria (2004b), o. S.

¹³⁸ ERP – Fonds (2005b), S. 1.

¹³⁹ Das Unternehmen erhält projektbezogen ERP-Mittel im gleichen Ausmaß zur Verfügung gestellt, wie dem Unternehmen Eigenmittel von außen neu zufließen.

¹⁴⁰ ERP – Fonds (2005c), S. 1.

¹⁴¹ ERP – Fonds (2005c), S. 1.

6.4.2 Problematik öffentlicher Förderungen

Die Problematik öffentlicher Förderungen kann an drei Aspekten festgemacht werden.

- I. die österreichische Förderlandschaft ist noch nicht ausreichend auf das Angebot der Kapitalbeschaffung angepasst. Obwohl neue Instrumente geschaffen wurden, liegt das Hauptaugenmerk nach wie vor auf der Gewährung von Krediten, der Ermöglichung von Fremdkapitalfinanzierungen und der direkten Förderungen von Unternehmen. Die Beträge, die durch direkte öffentliche Zuschüsse aufgebracht werden können, sind mit meist weniger als 1 Million € jedoch zu gering, um schnelles Wachstum, vor allem im Hochtechnologiebereich, finanzieren zu können.¹⁴² Mittel, die über Kredite gewährt werden, müssen, und sind sie auch noch so günstig verzinst, in einer bestimmten Frist, meist fünf bis sechs Jahren, wieder zurückgezahlt werden. Das hemmt ein mögliches Wachstum beträchtlich. So ist die Dachorganisation der österreichischen VC-Gesellschaften gar der Meinung, die rechtliche und steuerliche Infrastruktur, sowie im Speziellen die Fördereinrichtungen in Österreich passten nicht zum PE-Geschäft.¹⁴³ Dies erklärt sich aus der Tatsache, dass solche Finanzierungsgeschäfte, als ein neuer Teil bestehender Strukturen, nur schrittweise in diese aufgenommen und Beihilfeinstrumente erst nach und nach adaptiert werden können. Große, schnelle Umbrüche sind hier nicht möglich.
- II. Trotz Bestrebungen der Zusammenführung und Zentralisierung großer staatlicher Fördereinrichtungen, ist das Angebot unübersichtlich und teilweise wenig auf einander abgestimmt. Neben den beschriebenen Institutionen gibt es noch eine Reihe anderer Einrichtungen, wie die österreichische Forschungsförderungsgesellschaft und die einzelnen Landesgesellschaften. Gerade dort werden Auflagen und Verbote zum Bezug anderer Förderungen infolge Standortwettbewerbstechnischer Gründe gestellt. Alle Möglichkeiten und Bedingungen aufzuarbeiten nimmt viel Zeit des Fonds-Managements in Anspruch.
- III. Bei gewissen Unterstützungen durch öffentliche Institutionen ist gar eine Benachteiligung privater Investoren oder sogar „crowding-out“ zu befürchten. Beispiele dafür sind etwa die günstigen ERP-Kredite oder das Auftreten der AWS als Venture Capitalist in ihrem Uni-Venture-Programm.

¹⁴² Siehe Interview AVCO, S. 89 ff.

¹⁴³ Siehe Interview AVCO, S. 89 ff.

6.5 Mangel an Beteiligungsprojekten

Die Schwierigkeit ein taugliches Portfolio aufzustellen liegt nicht nur allein an den geographischen Gegebenheiten Österreichs, sondern auch, so die Meinung einiger Fondsmanager, am Mangel interessanter Projekte, die für eine Beteiligung in Frage kämen. Ein Grund dafür wird in der in Österreich wenig ausgeprägten Unternehmerkultur gesehen.¹⁴⁴ Obwohl in den letzten Jahren jeweils neue Rekorde an der Zahl neu gegründeter Unternehmen erreicht werden konnten (zu sehen in Abbildung 18), wird unselbstständige Arbeit dem eigenen Unternehmen vorgezogen.

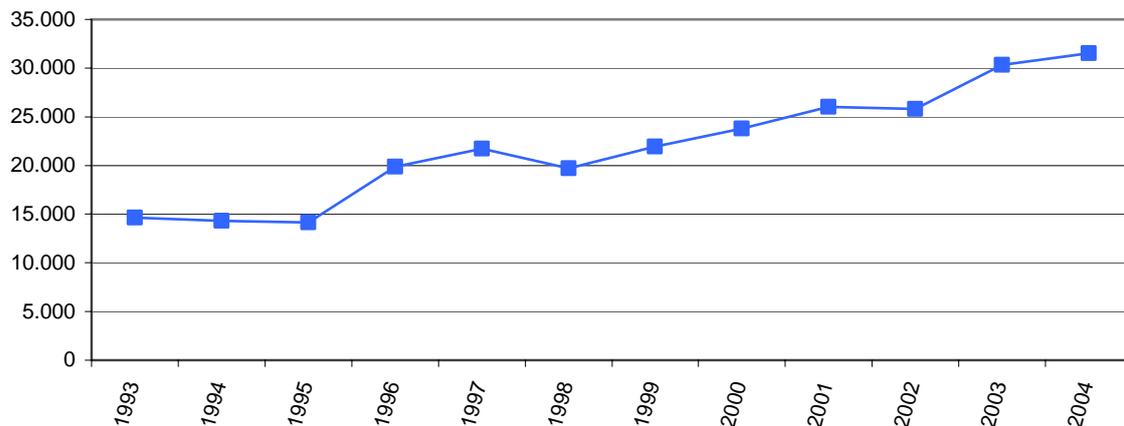


Abbildung 18: Unternehmensgründungen in den Jahren 1993 – 2004
Quelle: WKÖ (2003b), ohne Seite und Wiener Wirtschaft (2005), Seite 15.

Die Selbständigenquote¹⁴⁵ in Österreich liegt mit 8% für das Jahr 2003 im europäischen Vergleich im letzten Drittel, wie Abbildung 19 zeigt.

¹⁴⁴ Siehe Interviews AVCO, S. 89 ff, Capexit, S. 81 ff, und Go Equity, S. 84 ff.

¹⁴⁵ Selbstständige in % der Erwerbstätigen.

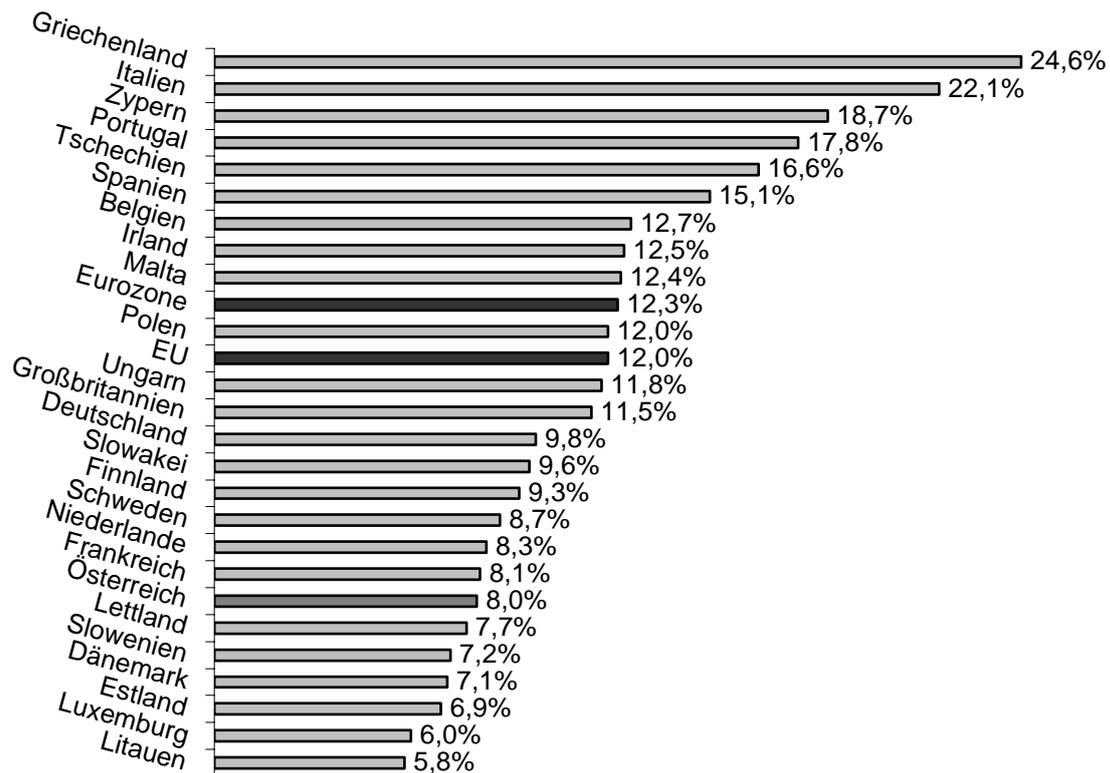


Abbildung 19: Selbstständigigenquote 2003 im EU-Vergleich (exklusive Landwirtschaft)

Quelle: WKÖ (2003a), Seite 2.

Die Anzahl an Unternehmen allein ist allerdings noch kein Indiz für die Möglichkeiten der Beteiligungsgesellschaften geeignete Projekte zu finden. Da das Businessmodell der PE-Finanzierung starkes und schnelles Wachstum vorsieht, müssen auch diese Gegebenheiten im Bereich des Möglichen liegen. Das ist vor allem in Hochtechnologiebereichen der Fall.

Grundsätzlich ist zu vermerken, dass Die F&E-Aufwendungen und Forschungsquote in Österreich deutlich höher sind als bisher angenommen. Auf der Basis der Ergebnisse der F&E-Erhebung 2002 wird 2004 die F&E-Quote 2,27% des BIP erreichen. Der Durchschnittswert der Europäischen Union wurde inzwischen klar überboten.¹⁴⁶ Das Ziel einer F&E-Quote von 2,5% bis zum Jahr 2006 bzw. das 3%-Ziel bis zum Jahr 2010, die das Erreichen des Lissabon-Ziels bedeuten würden, werden auf Grund der vorliegenden Daten im österreichischen Forschungs- und Technologiebericht 2004 als durchaus realistisch und erreichbar angesehen.¹⁴⁷

Ein wichtiges Merkmal des österreichischen Innovationssystems ist der relativ hohe Anteil des öffentlichen Sektors an der Finanzierung von Forschung und Entwicklung, wobei diese

¹⁴⁶ Bundesministerium für Bildung, Wissenschaft und Kultur (BMBWK) (2005), S. 9.

¹⁴⁷ BMBWK (2005), S. 13 f.

Mittel zum Großteil dem Hochschulsektor zugute kommen. Der Finanzierungsanteil des öffentlichen Sektors, er betrug in Österreich 38,2% im Jahre 2001, ist deshalb von Interesse, weil in allen Ländern, die überdurchschnittlich viel für Forschung und Entwicklung ausgeben, der öffentliche Sektor im Verhältnis zum Unternehmenssektor einen deutlich geringeren Anteil aufweist.¹⁴⁸ Wesentliche Steigerungen der F&E-Quote werden somit vom Unternehmenssektor getragen. Diese sind auch erforderlich, um das durchschnittliche Innovationslevel¹⁴⁹ der EU (berechnet noch nach den EU-15) zu erreichen, hinter dem Österreich noch zurückliegt.¹⁵⁰

In denen vom EIS in vier Technologieintensitätsstufen eingeteilten Branchen (High-Tech; Medium High-Tech; Medium Low-Tech; Low-Tech) weist die österreichische Wirtschaftsstruktur gegenüber dem EU-Durchschnitt einen größeren Anteil an Unternehmen im Medium-Low-Tech und im Low-Tech Bereich vor, während der High-Tech-Bereich unter dem Durchschnitt der EU liegt.¹⁵¹ Doch gerade der High-Tech-Sektor im privaten Wirtschaftsbereich ist von übergeordnetem Interesse für VC-Gesellschaften. Hier besteht besonderer Aufholbedarf.

Im Zuge dessen wird immer mehr Augenmerk auf Universitätsabsolventen gelegt. So wurden an mehreren österreichischen Universitäten eigene Lehrstühle für Unternehmensgründung und Entrepreneurship eingerichtet bzw. vermehrt Lehrveranstaltungen zu diesem Thema angeboten. Ziel ist es, die fachlich-theoretische Kompetenz, die Neigung von Akademikern zu Teamgründungen, das hohe Ausmaß potenzieller Gründungsinteressierter, die niedrige Hemmschwelle in der Zusammenarbeit mit Forschungseinrichtungen und Hochschulen, die Generierung von innovativen Gründungsideen und die Entwicklung neuartiger Produkte und Dienstleistungen bereits im Zuge von Projekt- oder Diplomarbeiten, und damit die Grundlagen für einen nachhaltigen Unternehmenserfolg und ein schnelles Wachstum zu schaffen.¹⁵²

Aus einer Befragung der Wirtschaftskammer geht hervor, dass Unternehmensgründungen immer noch als schwierige und risikoreiche Angelegenheit erachtet werden.¹⁵³ Besondere Hindernisse sehen die Menschen in der Schwierigkeit der Aufbringung genügend

¹⁴⁸ BMBWK (2005), S. 11 f.

¹⁴⁹ Dieser Level wird durch den Summary Innovation Index (SII) mit einer Reihe von Innovationsindikatoren innerhalb der EU im Zuge des Innovations-Scoreboard (EIS) berechnet um die Innovationstätigkeiten der Mitgliedsstaaten miteinander verglichen.

¹⁵⁰ BMBWK (2005), S. 16.

¹⁵¹ BMBWK (2005), S. 21.

¹⁵² Kailer (2005), S. 1.

¹⁵³ WKÖ (2000), o. S.

Eigenkapitals.¹⁵⁴ In diesem Kontext werden auch die ungenügenden Möglichkeiten, die Kapitaldecke über Beteiligungsgeber aufstocken zu können, erwähnt. Hier zeigt sich die problematische Wechselbeziehung, da von den Kapitalgesellschaften ihrerseits ihre beschränkten Entwicklungsmöglichkeiten mit dem Fehlen einer österreichischen Gründermentalität erklärt werden.¹⁵⁵

6.6 Konzentration auf Fremdkapital

Ein Charakteristikum der österreichischen Unternehmenslandschaft ist die starke Konzentration auf Kredite bei der Finanzierung ihres Kapitalbedarfes. Neue Gesellschafter werden selten aufgenommen. Begründet wird das unter anderem damit, dass dies, historisch gesehen, in Österreich der gängige Weg war. In der Vergangenheit gab es auch aus Mangel an Kapitalmarktinstrumenten keine Alternativen. Während große Unternehmen schneller lernten mit der veränderten Situation umzugehen, war es KMUs gar nicht möglich, sich über den Kapitalmarkt zu finanzieren. Jetzt muss sich der Umgang mit den geänderten Rahmenbedingungen erst angeeignet werden.

6.6.1 Angst vor Verlust der Eigenständigkeit

Die österreichische Unternehmenslandschaft ist aber geprägt von Klein- und Mittelbetrieben. Im Jahr 2004 wurden 99,6% der Firmen als KMU klassifiziert.¹⁵⁶ Gerade bei diesen Betrieben ist die Angst Unabhängigkeit abgeben zu müssen besonders groß. Bei diesen meist als Familienunternehmen geführten Betrieben herrscht immer noch die Überlegung der Kapitalaufnahme über Banken vor. Ein bestimmendes Argument dafür ist vor allem auch das Thema Geheimhaltung. Kleine Firmen gelten als in besonderem Maße unwillig bei der Gewährung eines Einblickes in die internen Verhältnisse gegenüber Fremden.¹⁵⁷ Solche Informationen und regelmäßige Reports sind jedoch substantieller Inhalt eines Beteiligungsvertrages. Lieber werden höhere Zinsen gezahlt, als Selbstständigkeit aufzugeben. Daraus ergibt sich eine sehr geringe Eigenkapitalausstattung österreichischer KMUs, mit durchschnittlich lediglich 19% Eigenmittel für das Jahr 2003. 40% der Betriebe haben sogar gar kein oder negatives Eigenkapital zu verzeichnen, wobei die Situation bei Kleinstunternehmen¹⁵⁸ mit 53% am frappierendsten ist.¹⁵⁹

¹⁵⁴ WKÖ (2000), o. S. und Kailer (2000), S. 6.

¹⁵⁵ Siehe Interviews Capexit, S. 81 ff, und Go Equity, S. 84 ff.

¹⁵⁶ KMU Forschung Austria (2005), o. S.

¹⁵⁷ Siehe Interviews Capexit, S. 81 ff und Go Equity, S. 84 ff.

¹⁵⁸ Betriebe mit weniger als 0,5 Millionen Jahresumsatz.

¹⁵⁹ KMU Forschung Austria (2004a), S. 1.

Durch die Bankverschuldung wird versucht das Ausmaß der Abhängigkeit der Unternehmen von den finanzierenden Banken zu beschreiben. Mit zunehmender Unternehmensgröße sinkt im Durchschnitt die Bankverschuldung. Während die Kleinstbetriebe eine Bankverschuldung von 68 % aufweisen, tragen die Banken „nur“ rund 30% zur Finanzierung der Betriebe mit 7,5 – 40 Millionen Umsatz bei. Lediglich 10% der Betriebe weisen zum Bilanzstichtag keine Bankverbindlichkeiten aus.¹⁶⁰

6.6.2 Untauglichkeit eines Kredites zur Risikofinanzierung

Kredite sind im Grunde nicht dazu geeignet, Risikoprojekte zu finanzieren. Das liegt daran, dass ein Kredit nur geschaffen ist, eventuelle Kapitalengpässe zu decken, die später mit einer fixen Verzinsung wieder zurückgezahlt werden. Ein Kreditgeber, der einen Kredit mit einem festgesetzten und durchkalkulierten Zinssatz vergibt, nimmt außerhalb dieser Planung nur an seiner Downside an der Unternehmensentwicklung, d.h. dem Bankrott des Unternehmens, teil. Eine zusätzliche Partizipation an einer tollen Entwicklung des Unternehmens, einer Upside, hat er nicht. Aus diesem Grund ist eine Kreditvergabe ein Risiko scheuendes Instrument. Obwohl Kreditvergaben kein geeignetes Mittel zur Risikofinanzierung sind, wurde und wird aus Mangel an Alternativen in Österreich durchaus Risiko damit finanziert. Über das Hausbankenprinzip wird versucht, die Defizite, die in der Kreditfinanzierung stecken, zu reduzieren, und durch besseren Informationszugang eine enge Bindung zwischen dem Finanzier und dem Unternehmen zu schaffen.¹⁶¹

Durch die Regelungen von Basel II werden in Zukunft Risikoabschätzungen von Banken verlangt, was risikoreiche Projekte sowohl für den Kreditgeber, als auch für den Nehmer teurer werden lässt (Näheres zu Basel II in Kapitel 7.2).

6.7 Die Dominanz der Banken als VC-Investor

Banken repräsentieren, wie in Kapitel 5.3 bereits erwähnt, die größte Investorengruppe für PE in Österreich. Trotz dieses Zustandes gelten sie nicht als der idealtypische Geldgeber.

Der erste Grund dafür ist der lange Zeithorizont des Kapitaleinsatzes. Während Pensionsfonds und Versicherungen mit z.B. Lebensversicherungen auf Grund eines extrem langen Veranlagungszeitraums ihrer Anleger hier keine Schwierigkeiten haben, gibt es bei Banken große Durchlaufposten, die kurzfristig Geld benötigen.¹⁶² Natürlich kann das Problem statistisch ausgewertet und gemanagt werden, aber es ist wesentlich mehr Aufwand und

¹⁶⁰ KMU Forschung Austria (2004a), S. 2.

¹⁶¹ Siehe Interview AVCO, S. 89 ff.

¹⁶² Siehe Interview AVCO, S. 89 ff.

verlangt eine intensivere Aufsicht. Der Liquiditätsbedarf ist aus diesem Grunde wesentlich höher.

Eine weit größere Schwierigkeit stellt, dessen ungeachtet, die Tatsache dar, dass Banken vor allem in Österreich als Universalbanken auftreten und auch im Kreditgeschäft tätig sind. Als Fremdkapitalgeber sind sie mit Interessenskonflikten belastet, sobald sie in PE investieren. Die Bank möchte ihr Kapital mit einem gewissen Zinssatz wieder zurück. Der Unternehmer und auch der Venture Capitalist sind nicht zwingend an geringem Risiko interessiert. Wenn eine Bank in VC investiert, entstehen Verwicklungen und Zusammenhänge, die das Geschäft erschweren. Bei bankabhängigen Fonds könnten die Banken in Versuchung geraten, ihre Problemfälle in ihre Fonds auszulagern.¹⁶³ Besonders prekär wäre gar eine Situation, in der die Bank sowohl als Fremdkapitalgeber, als auch durch eine PE-Investition an einem Unternehmen beteiligt wäre, wodurch zusätzliche, einem Eigenkapitalgeber zustehenden Kompetenzen und Governancemöglichkeiten ausgenutzt werden könnten.¹⁶⁴

Als dritter Aspekt ist die Tatsache zu erwähnen, dass Banken als Fremdkapitalinvestoren in Unternehmen ein strategisches Interesse am Finanzierungsmarkt haben, das sie vom strategischen Interesse des Beteiligungskapitalgebers unterscheidet. Durch die Investition in einen Fonds treffen diese aufeinander. Bei Versicherungen und Pensionsfonds existiert diese Problematik nicht.¹⁶⁵

6.8 Der unterentwickelte Kapitalmarkt

Eine Studie des Institutes für höhere Studien (IHS) bescheinigt Österreich unter einer Auswahl von zwanzig europäischen Ländern einen Spitzenplatz hinsichtlich der Indikatoren Wirtschaftsleistung (BIP pro Kopf), Geldwertstabilität (Inflation), Budgetsaldo und Offenheitsgrad (Export- und Importtätigkeit). Unterdurchschnittlich schneidet Österreich hingegen beim Wachstum des Bruttoinlandsproduktes ab. Laut dieser Arbeit ist das volkswirtschaftliche Wachstum eng mit dem Entwicklungsgrad des Finanzsystems verbunden. Dieses ist in Österreich überdurchschnittlich bankenorientiert, der Beteiligungsmarkt – die Börse – hat hingegen ein geringeres Gewicht. Der internationale Vergleich der börsenorientierten Größen Aktienmarktkapitalisierung, Börseumsätze und Umsatzkennziffer (Börseumsätze in Relation zur Marktkapitalisierung) führt zu dem Resultat, dass Österreich dabei zu den drei letztgereihten Ländern in der Studie zählt.¹⁶⁶ Europaweit ist

¹⁶³ Siehe Interview Capexit, S. 81 ff.

¹⁶⁴ Siehe Interview AVCO, S. 89 ff.

¹⁶⁵ Siehe Interview AVCO, S. 89 ff.

¹⁶⁶ Institut für höhere Studien (IHS) (2004), S. 2.

für die nächsten Jahre mit einer Verlagerung von der traditionellen Kreditfinanzierung zu einer verstärkten (Eigenkapital-)Finanzierung über den Kapitalmarkt zu rechnen, da die Kreditvergabe der Banken auf Grund der strengeren aufsichtsrechtlicher Bestimmungen durch Basel II zurückhaltender wird. Die hohe Kreditfinanzierungsquote der österreichischen Unternehmen von 67% wird in der Zukunft nicht zu halten sein.¹⁶⁷ Je besser der österreichische Kapitalmarkt entwickelt ist, umso leichter können österreichische Unternehmen mit dieser neuen Situation erfolgreich umgehen.

Auch ist die Struktur des Finanzsystems für die Höhe der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen relevant. Zwischen der Aktienmarktkapitalisierung und den Börseumsätzen einerseits und der F&E-Quote andererseits besteht ein signifikant positiver Zusammenhang. Für Kreditfinanzierungen besteht ein solcher Zusammenhang hingegen nicht. Die Korrelation der F&E-Quote mit der Bankquote liegt nahe bei null und ist nicht signifikant.¹⁶⁸ Mehr Forschung bedeutet mehr Ideen für innovative Unternehmensgründungen, was für den Beteiligungsmarkt von Interesse ist.

Die Börse als zentrales Instrument des Kapitalmarktes wird in Österreich kaum zu IPOs genutzt. Obwohl der Leitindex ATX (Austrian traded Index) im Jahr 2004 ein Plus von 57% verbuchen konnte, notierte lediglich ein Unternehmen neu an der Börse. Eine gut funktionierende Börse und ein entwickelter Risikokapitalmarkt hängen direkt miteinander zusammen, sie bedingen sich sogar.¹⁶⁹ Ohne Börse kommen Beteiligungsfonds schwieriger zu Exits. Ohne Beteiligungsfonds, die Unternehmen zur Börsenreife begleiten, kommt die Börse wiederum zu keinen kontinuierlichen Neuemissionen, die sie zur Beibehaltung der Attraktivität für Investoren benötigt. In beiden Bereichen liegt in Österreich international im Hinterfeld.

Zudem ist die Börse nicht nur als Exitkanal von Bedeutung, sondern fungiert auch als „Benchmark“ für Investitionen in Portfoliounternehmen.

¹⁶⁷ Schenz (2003), S. 7.

¹⁶⁸ IHS (2004), S. 2.

¹⁶⁹ Lenzinger (1997), S. 134.

6.9 Investitionsbeschränkungen institutioneller Investoren

Erst seit dem Jahr 2002 dürfen österreichische Pensionskassen 5% ihres Vermögens in Privat Equity investieren. Allerdings unter der Voraussetzung, dass der Wert der Beteiligungen jederzeit genau bestimmt werden kann. Darunter fallen praktisch nur Investitionen in börsennotierte Gesellschaften.¹⁷⁰ Bei Versicherungen liegt die Barriere bei 10% des Kapitals. Im Augenblick stellen diese Barrieren kein Problem dar, da das investierte Kapital deutlich unter diesen Schranken liegt, jedoch könnten in Zukunft, bei zunehmender Einbindung dieser, als für PE ideal angesehenen Investoren, ein bedeutendes Hemmnis ergeben. Es wird erwartet, dass Versicherungen und Pensionskassen verstärkt in PE investieren müssen, um die nötigen Ausschüttungen und Wertsteigerungen für ihre Kunden erreichen zu können. Denn der Pool der Alternativen mit den nötigen Margen ist beschränkt.¹⁷¹

¹⁷⁰ Austria Business Agency (2003), S. 11.

¹⁷¹ Siehe Interview Go Equity, S. 84.

7. ZUKÜNFTIGE ENTWICKLUNGEN

7.1 PE als Motor für Wirtschaftswachstum

Österreich schneidet beim Vergleich des wirtschaftlichen Entwicklungsniveaus (BIP/Kopf), wie in Kapitel 6.8 bereits erwähnt, deutlich besser ab, als bei Innovations- und Technologieindikatoren. So zeigen Befunde auf Branchen- und Sektorebene, dass im Vergleich entwickelter Industrieländer die österreichischen Produktionsstrukturen von einem Übergewicht traditioneller, bestenfalls in mittleren Technologiesegmenten tätiger Industriezweige geprägt sind. Dieses Ungleichgewicht zwischen ökonomischen Entwicklungsniveau und dem technologischen Leistungsvermögen wird als "Österreich-Paradoxon" oder „Struktur-Performance-Paradoxon“ bezeichnet.¹⁷² Ein zu langes Verharren in traditionellen Strukturen könnte die langfristigen Wachstumsaussichten der österreichischen Volkswirtschaft beeinträchtigen und einen Ausstieg aus dem Paradoxon bedeuten.

Da sich die Höhe der F&E-Ausgaben vor allem aus der Industriestruktur ergibt und die österreichischen Rückstände auf Branchenebene – zumindest im Vergleich zum europäischen Durchschnitt – schon 1996 kaum vorhanden waren, muss eine Aufholstrategie bei F&E-Aufwendungen vor allem versuchen, den Strukturwandel in Richtung Hochtechnologiemärkte zu beschleunigen.¹⁷³ PE/VC-Beteiligungen treten an einer für Österreich hier besonders kritischen Schnittstelle zwischen Innovation, Unternehmensfinanzierung und Marktsteuerung in Erscheinung. Ein gut entwickelter Beteiligungsmarkt könnte daher mehrere kritische Zielgrößen der Innovations- und Unternehmenspolitik gleichzeitig ansprechen.¹⁷⁴

Das Erfordernis eines funktionierenden Risikokapitalmarktes als Grundvoraussetzung für Unternehmensgründungen und Innovation wurde schon auf europäischer Ebene erkannt und in den Lissabonzielen festgeschrieben. In der Folge wurde eine Reihe von Studien wie der europäische Risikokapitalaktionsplan (RCAP) ins Leben gerufen, um diese Ziele zu verwirklichen. Als europäisches Grundproblem wurde dabei die Abschottung und großen Unterschiede der einzelnen nationalen Märkte erkannt.¹⁷⁵ Diese Unterschiede gilt es zu minimieren.

In der Folge werden in der vorliegenden Arbeit aktuelle Entwicklungen, Vorschläge und Anstrengungen mit Bezug auf den heimischen PE-Markt vorgestellt und erläutert.

¹⁷² Peneder u.a. (2001), S. 1.

¹⁷³ BMBWK (2005), S. 29.

¹⁷⁴ Peneder (2004), S. 28.

¹⁷⁵ Europäische Kommission (2003), o. S.

7.2 Auswirkungen von Basel II

Als besonders prägnante Erscheinung für den Risikokapitalmarkt werden häufig die als Basel II bekannten, neuen Eigenmittelunterlegungsvorschriften für Kreditinstitute genannt, die 2007 in Kraft treten sollen. In der Schweizer Stadt Basel befindet sich der Sitz der „Bank für internationalen Zahlungsausgleich“, in die auch der „Ausschuss für Bankenaufsicht“ integriert ist. Dort wurden und werden die neuen Regelungen entwickelt, die Banken dazu zwingen, ihre Eigenmittelunterlegung für Kredite in Abhängigkeit von der Bonität des jeweiligen Kreditnehmers zu berechnen. Anstelle einer pauschalen Unterlegungspflicht rückt damit das Kreditrisiko des einzelnen in den Mittelpunkt. Letztlich dient diese Vorschrift der Stärkung der Bankenstabilität in Krisensituationen. Das Eigenkapital fungiert als Puffer für zukünftige, unerwartete Verluste.¹⁷⁶ Eine Bank muss somit umso mehr Eigenmittel halten, je mehr Risiken sie durch ihre Kreditengagements eingeht. Dieses Eigenkapital muss – unter anderem über Zinsen – verdient werden. Obwohl vielfältige Erleichterungen für kleinere und mittlere Betriebe vorgesehen sind, stellt die Basel II-Verordnung auf Grund der starken Ausrichtung an Bonitäten insbesondere für KMUs eine Herausforderung dar.¹⁷⁷

Aus der merklichen Verteuerung für risikoreiche Investitionen wird sich eine Reihe von Effekten ergeben, die auf den Beteiligungsmarkt Auswirkungen haben.

7.2.1 Positive Effekte

Durch diese Kostensteigerung für Kreditinstitute wird die Kreditvergabe, was schon jetzt bemerkbar wird, wesentlich restriktiver betrieben werden. Verbunden mit dem Faktum, dass österreichische KMUs kapitalmäßig schlecht ausgestattet sind, (vergleiche dazu Kapitel 6.6.1) bestehen für Banken lediglich die Möglichkeiten mehr Eigenkapital zurück zu legen, oder Kredite nicht mehr zu vergeben und schon gewährte zu tilgen. Kredite mit viel Risiko werden sowohl für Banken als auch für die Kreditnehmer empfindlich teurer. Unternehmer, die infolgedessen keinen Kredit erhalten, oder ihn sich nicht mehr leisten können, werden gezwungen sein, sich nach Alternativen umzusehen. Dieser Effekt wird sich, so die allgemeine Meinung, jedoch erst im Laufe einer längeren Zeitspanne, einstellen.¹⁷⁸

Unternehmen benötigen für günstige Kredite eine gute Bonität. Ein wesentlicher Bestandteil einer guten Bonität ist eine entsprechende Ausstattung mit Eigenkapital. Zur Verbesserung der Eigenkapitalstruktur sind außerbörsliche Finanzierungsinstrumente gerade im KMU-

¹⁷⁶ Erste Bank (2003), S. 2.

¹⁷⁷ Siehe Interview Capexit, S. 81 ff,

¹⁷⁸ Siehe Interviews Capexit, S. 81 ff, Go Equity, S.84 ff, AVCO, S. 89 ff und AWS, S. 97 ff.

Bereich sinnvoll. Dadurch wird nicht nur die Basis für weitere Fremdfinanzierungen erhöht, sondern auch attraktivere Konditionen ermöglicht.

Weitere Zinsen senkende Punkte in der Bonitätseinstufung können dingliche Sicherheiten oder Ersatz für diese (Haftungen, Bürgschaften, Garantien) sein, ebenso die adäquate Darstellung des realen Projekt- oder Geschäftsrisikos, das der Bonitätsbeurteilung zugrunde liegt. Dadurch kann der Effekt des „reputational capital“¹⁷⁹ erhöht werden. Eine Beteiligung eines Venture Capitalisten ist ein Signal an mögliche Kreditgeber auf eine hohe Wahrscheinlichkeit des Unternehmenserfolges, da diesem eine wesentlich genauere Prüfung des Unternehmens möglich ist als einem Fremdkapitalgeber. Wird dem Projekt von der Beteiligungsgesellschaft das Vertrauen ausgesprochen, kann das eine Herabsetzung des Risikoquotienten zur Folge haben. Besteht also durch Basel II die Möglichkeit durch eine ausreichende Eigenkapitalausstattung und der Beteiligung von einem anerkannten Partner ein besseres Rating, und dadurch einen wesentlich günstigeren Kredit aufnehmen zu können, wird die Nachfrage nach Beteiligungskapital steigen. Durch den erhöhten Eigenkapitalanteil kann auch die Umsetzungsgeschwindigkeit von Unternehmenskonzepten früher erreicht werden. Die Venture-Capital-Finanzierung ist somit die ideale Finanzierungsform für junge Wachstumsunternehmen, die ohne ausreichende Eigenkapitalbasis ihre Innovationen nicht entwickeln könnten und zusätzlich ein Signal an Fremdkapitalinstitute geben möchte.

Der steigende Druck auf die Unternehmer wird nach und nach dazu führen, dass die Eigenkapitalfinanzierung stärker in den Mittelpunkt rückt

7.3 Negative Effekte

Wie bereits angesprochen werden durch das aufsichtsrechtliche Instrument Basel II riskante Transaktionen wesentlich teurer. Dies hat neben den gesteigerten Möglichkeiten für die VC-Industrie auch andere Auswirkungen. Der mögliche negative Effekt ergibt sich aus der in Europa und insbesondere auch in Österreich herrschenden Situation, dass Banken die wichtigsten Investoren in VC darstellen. Equity-Exposures von Banken werden vom Basel II Komitee mit kritischen Blicken bedacht. Nach derzeitigem Stand sind solche Exposures in Zukunft mit wesentlich mehr Eigenkapital zu unterlegen als bisher. Das würde die Opportunitätskosten von Banken erheblich erhöhen. Das hieße, dass die Performance der Venture Capitalisten drastisch besser werden müsste, um eben diese erhöhten

¹⁷⁹ Reputational Capital bedeutet den gesteigerten Willen von Investoren, in ein Projekt zu investieren, hervorgerufen durch die Tatsache, dass bereits ein Geldgeber Kapital eingebracht hat.

Opportunitätskosten wieder zu neutralisieren. Sonst wird die Bereitschaft von Banken, in PE zu investieren, deutlich reduziert.¹⁸⁰

Da dieses Problem von europaweitem Interesse ist, ist man bemüht und werden auf EU- und Regierungsebene Anstrengungen unternommen, gemeinsam mit der EVCA Lösungen zu finden.

7.4 Politikmaßnahmen für Privat Equity

Die Performancemöglichkeiten eines Privat Equity Fonds ist in besonderem Maße von den rechtlichen Rahmenbedingungen abhängig. So ist etwa die gewählte Rechtsform einer Gesellschaft oder eines Fonds rein steuerlich motiviert. Aus diesem Grund können durch politische Maßnahmen starke Beeinflussungen vorgenommen werden. Somit sind Veränderungen im öffentlichen Meinungsbild, die zu einer Thematisierung der vorhandenen Probleme führen von entscheidender Bedeutung. Die Aufmerksamkeit sollte hierbei nicht nur auf das Volumen der PE Investitionen gerichtet sein, sondern vielmehr auf ein konsistentes und umfassendes Gesamtprogramm, um wirtschaftspolitische Zielsetzungen mit Hilfe PE spezifischer Maßnahmen wirkungsvoll zu verfolgen.

Das PE Funktionsmodell, das sich aus den vier Komponenten (siehe Abbildung 20)

- Investorenseite
- Beteiligungsfonds und Beteiligungsmanagement
- Beteiligungen an KMUs und
- Kapitalmarkt und Exits

zusammensetzt, zeigt die Angriffspunkte politischer Tätigkeiten zur Schaffung geeigneter Rahmenbedingungen. In all diesen Bereichen gibt es konkrete Vorschläge und Bemühungen Veränderungen herbei zu führen.

¹⁸⁰ Siehe Interview AVCO, S. 89 ff.

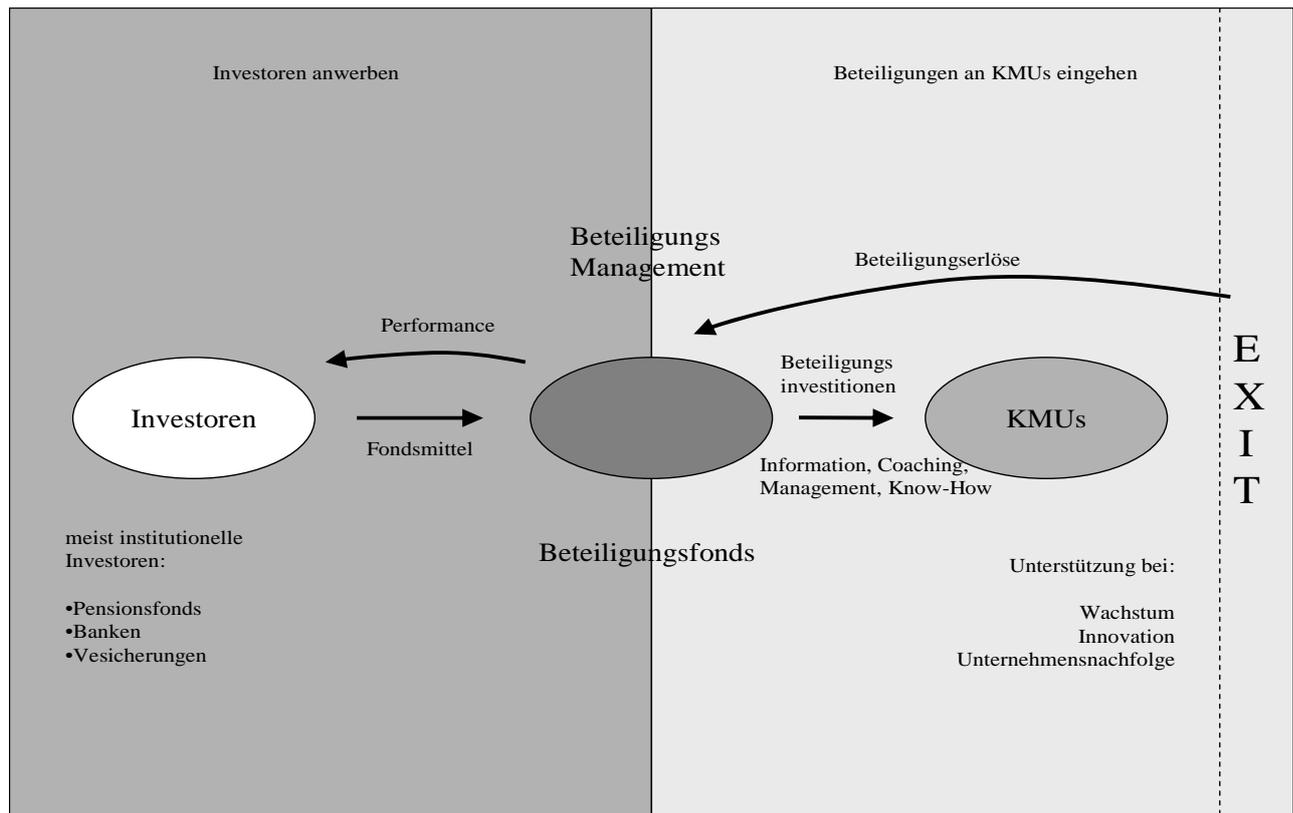


Abbildung 20: PE Funktionsmodell

Quelle: Jud (2004), Seite 22.

7.4.1 Investoren

Gerade am vorbörslichen Beteiligungsmarkt ist Know-how und Erfahrung der Investoren beim Umgang mit Fondsinvestments von besonderer Bedeutung, weil, im Gegensatz zu Veranlagungen in börsennotierte Produkte, keine universellen Standards bestehen, auf die zugegriffen werden kann. Vor diesem Hintergrund und in Anbetracht der noch unerfahrenen österreichischen Investoren wäre es sinnvoll umfangreiche Awareness- und Know-how Maßnahmen einzurichten.¹⁸¹ Damit gemeint sind etwa Schulungs- und Beratungsprogramme zur Entwicklung von mittel- bis langfristigen Investitionsstrategien in PE-Fonds. Solche Initiativen wurden durch die AVCO teilweise in Kooperation mit der AWS bereits in Angriff genommen und sind derzeit im Laufen. Ziel ist es, für neue noch wenig erfahrene Geldgeber, die durch Auswirkungen der in den vergangenen Jahren geplatze New Economy Blase zusätzlich verunsichert sind, Vertrauen zu schaffen. In diesem Zusammenhang muss vor allem für Bewusstsein im Umgang und der Funktionsweise mit PE gesorgt werden. Dieses Geschäft lebt von langen Veranlagungsperioden und ist kein Vehikel für kurzfristige

¹⁸¹ Siehe Interview AVCO, S. 89 ff.

Spekulationen.¹⁸² Ein Zeichen der zunehmenden Vertrautheit österreichischer Investoren mit dem Instrument PE ist die Abkehr von sehr kurzen Veranlagungsvorstellungen. So rechnet in einer Umfrage aus dem Jahre 2004 keiner der befragten Investoren mit einer durchschnittlichen Haltedauer seiner Beteiligungen von unter einem Jahr. Mehrheitlich wird von einer Haltedauer von drei bis sieben Jahren ausgegangen.¹⁸³

Der Staat hat die Möglichkeit als Signalgeber zu fungieren und mit bestimmten Maßnahmen Awareness zu schaffen. In Deutschland etwa reagierte man mit der Einrichtung einer durch den European Investment Fonds (EIF) gemanagten Fund of Funds Initiative.¹⁸⁴ Mit dieser Dachfondsinitiative versucht man positive Signale auszusenden und Investoren mitzuziehen. So soll ihnen gezeigt werden, wie ein erfahrener europäischer Investor Vermögensanlagen in Fonds angeht und Möglichkeiten geboten werden daraus zu lernen. Außerdem sollen damit Qualitätsstandards eingeführt werden.¹⁸⁵

Da die österreichische Industrie mit ähnlich gearteten Problemen konfrontiert ist wie die deutsche, wäre eine ähnliche Maßnahme auch für Österreich zu überlegen.

Eine wesentliche Neuerung stellt die am 1.1.2005 in Kraft getretene Steuerreform dar. Der Körperschaftssteuersatz wurde von 34 auf 25% gesenkt. Das sollte sich auch positiv für das Investitionsverhalten auswirken.

7.4.2 Fonds und Beteiligungsgesellschaften

Fonds und Managementgesellschaften befinden sich zwischen den Investoren und dem eigentlichen Beteiligungsgeschäft. Maßnahmen, die für dieses Segment konzipiert sind, wirken daher auch zum Teil auf die Angebots- und zum Teil auf die Nachfrageseite. Instrumente, auf die zurzeit die Aufmerksamkeit gerichtet ist, sind einerseits die Weiterentwicklung der Fondsstrukturen und andererseits Ausbildung des Managements.

7.4.2.1 Anpassung der Fondsstrukturen

Die Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft hat sich bisher als taugliches Instrument zur Stärkung des vorbörslichen Risikokapitalmarktes erwiesen. Auf Grund der bestehenden Probleme mit dem MFAG Konzept und im Besonderen auf Grund der Probleme mit dem europäischen Beihilfenrecht ist es notwendig, für Österreich eine neue, rechtskonforme Fondsstruktur zu entwickeln und zu implementieren. Es sollten daher besondere

¹⁸² Siehe Interview AWS, S. 97 ff.

¹⁸³ Deloitte (2004), S. 1.

¹⁸⁴ Wie in Kapitel 5.3 erläutert, sind Fund of Funds Einrichtungen, um gepoolte Investorenmittel auf verschiedene Beteiligungsgesellschaften zu verteilen. Näher. Näheres dazu siehe Seite 39.

¹⁸⁵ Siehe Interview AVCO, S. 89 ff.

Anstrengungen unternommen werden, die EU-Konformität dieses Instruments, die derzeit von der Europäischen Kommission geprüft wird, abzusichern. Parallel zu diesen Bemühungen ist es aber auch notwendig, dass rasch neue Fondsstrukturen auf Basis internationaler good practice in Österreich eingeführt werden, um den österreichischen Beteiligungsmarkt auf europäische Standards zu heben.

Die AVCO hat konkrete Vorschläge für neue Fondsstrukturen erarbeitet und diskutiert bereits Detailfragen mit dem Finanzministerium. Alle Bemühungen sind darauf gerichtet, dies in ein eigenes Private Equity Gesetz einfließen zu lassen und damit internationalen Standards entsprechende Fondsstrukturen auch in Österreich zu ermöglichen. Folgende drei Punkte beinhalten die wichtigsten Neuerungen der geplanten Strukturen:¹⁸⁶

I. Rechtfertigung der KÖST-Befreiung

Auch im Rahmen dieses neuen Gesetzes und der damit verbundenen Anpassungen in anderen Gesetzesbereichen ist eine Freistellung von der Körperschaftsteuer geplant. Diese fügt sich allerdings lückenlos in das allgemeingültige direkte Steuersystem Österreichs ein, ist damit „durch die Natur und den inneren Aufbau des Systems“ gerechtfertigt.¹⁸⁷ Denn das hierzulande geltende Prinzip der Einfachbesteuerung wird durch die Körperschaftsteuerpflicht für Beteiligungsveräußerungserlöse durchbrochen. Diese unterliegen einer Doppelbesteuerung, von der das PE-Geschäft in besonderem Maße betroffen ist. Dadurch wird die Ausnahme, die das neue Konzept eigentlich erst wieder in das österreichische Steuerprinzip rückführt, begründet.

II. Keine Selektivität

Weiters soll das neu einzurichtende Fondsvehikel nicht mehr steuerbefreit sein, sondern steuertransparent. Die Fondserlöse werden daher unmittelbar den Investoren zugerechnet und bei diesen besteuert. Auf Ebene der Fonds bestehen keine Steuerpflichten. Außerdem enthält der Entwurf keine Bestimmungen die bestimmte Investoren(gruppen) beim Zugang zu Fonds bevorzugen oder beschränken würden. Dieser nicht selektive Charakter wird dadurch gefestigt, dass das Gesetz „closed end funds“ mit einer maximalen Lebensdauer von 12 Jahren vorsieht. Einzelne Unternehmen können damit nicht ein für allemal den Status von Fondsinvestoren

¹⁸⁶ AVCO (2003), S. 24 f.

¹⁸⁷ AVCO (2003), S. 24.

erwerben, sondern müssen wenigstens alle zwölf Jahre auf Basis der herrschenden Marktbedingungen ihren Status als Investoren neu begründen.¹⁸⁸

III. **Kompatibilität mit dem Code of Conduct**

Im Gegensatz zur MFAG die vom ECOFIN-Rat zur Vermeidung eines unfairen Steuerwettbewerbes in der Gemeinschaft im Rahmen des „code of conduct on business taxation“ als eben dieser eingestuft wurde, gilt das für das neue Konzept nicht mehr. Das liegt daran, dass die Regelung, die für Beteiligungsgewinne eine Freistellung und gleichzeitig für Verluste eine Abzugsmöglichkeit vorgesehen hat, geändert wurde. Die symmetrische Regelung, wonach entweder Abzugsmöglichkeiten oder Freistellung der Veräußerungserlöse erlaubt sind, wird nicht als schädlich eingestuft.¹⁸⁹

Die vorliegenden Strukturen sind lediglich Vorschläge und müssen erst umgesetzt werden. Die eben beschriebenen Pläne halte ich für ein Entgegenkommen an die Europäische Kommission, um einem langwierigen Beihilfenverfahren aus dem Weg zu gehen und ihr zu zeigen, dass Bemühungen zur Bewältigung der Causa angestrengt werden. Über kurz oder lang wird man in Österreich allerdings nicht umhin kommen, tatsächlich neue Rahmenbedingungen zu schaffen. Es ist nötig, dass diese auf Basis internationaler good practice eingeführt werden, um den österreichischen Beteiligungsmarkt auf europäische Standards zu heben. Das bedeutet, dass man in Zukunft wohl ein Vehikel nach der international üblichen Rechtsform der limited partnership einführen muss.

Im Zuge der Gespräche mit der Europäischen Kommission sollte auf die Bedeutung des MFAG-Konzeptes für die österreichische Beteiligungskapitalindustrie hingewiesen, und darin die Notwendigkeit für lange Übergangsbestimmungen bei der Ablöse des Konzeptes herausgestrichen werden. Das neue Konstrukt sollte dabei nicht automatisch die MFAG ersetzen, die auch weiterhin Bedeutung vor allem für „evergreen“ Fondskonzepte besitzt.

7.4.2.2 Managementausbildung

Fondsmanager sind verantwortlich für die Aufbringung der Fondsmittel von der Investorenseite sowie für die Performance der Fondsinvestments und damit sind sie die treibende Kraft des PE-Geschäftes. Gerade wegen ihrer zentralen Rolle sind sie, vor allem bei steigender Nachfrage, der beschränkende Faktor. Aus diesem Grund ist es essentiell diesen

¹⁸⁸ AVCO (2003), S. 24.

¹⁸⁹ AVCO (2003), S. 24 f.

Engpass durch Schulungsmaßnahmen zu erweitern.¹⁹⁰ Denn nur, wenn ein erfahrenes Management da ist, kann eine VC-Industrie funktionieren. Zu einem großen Teil ist es Aufgabe der Dachorganisation Kurse und Weiterbildungsmaßnahmen anzubieten. Doch seitens der öffentlichen Hand muss man sich überlegen dies zu unterstützen und womöglich verpflichtende Kurse einrichten. Da Österreich auf keine große PE-Erfahrung zurückgreifen kann, muss diese so schnell wie möglich aufgebaut werden.

7.4.3 KMU Beteiligungen

Um Beteiligungen an Unternehmen zu erleichtern, muss vor allem einmal dafür gesorgt werden, dass genügend Projekte vorhanden sind. Weiters muss die Bereitschaft zu Unternehmertum gesteigert werden.

Dazu gibt es eine Reihe von Maßnahmen zur Förderung des Unternehmergeistes. Diese enthalten Schritte zum leichteren Berufszugang, zur Kostensenkung der Unternehmensgründung, zur Verringerung der administrativen Belastung der Unternehmen, sowie Maßnahmen zur Beratung und Bewusstseinsbildung und zur entsprechenden Aus- und Weiterbildung.¹⁹¹

Die Leistungsfähigkeit des österreichischen Innovationssystems hängt maßgeblich von der Schnittstelle zwischen Wissenschaft und Wirtschaft ab und damit von seiner Fähigkeit, neue technologische Entwicklungen wirtschaftlich zu verwerten. Unumgänglich wird die Erziehung junger Generationen und hier vor allem Studenten zu mehr unternehmerischem Denken sein

Weiters gibt es einen breit angelegten Satz an Instrumenten, der zur Beeinflussung des Nachfrageverhaltens zur Verfügung steht und aus Förderungen aller Art besteht. Solche Förderungen sind wichtig, um Potentiale innovativer Ideen besser nutzen zu können. Das Spektrum wird auch immer umfangreicher und differenzierter. Die Gefahr solcher Förderungen besteht jedoch in ihrer möglichen Verdrängungswirkung für PE Investments. Gerade in einem jungen, dynamischen und noch nicht voll entwickelten Markt wie Österreich können sich die Bedingungen schnell ändern. Einrichtungen, die anfangs unumgänglich für die Etablierung einer Szene sind, können schnell zu einem Hindernis werden. So wird es entscheidend sein, dass die öffentliche Hand private Investitionsaktivitäten beobachtet und auf Veränderungen des Angebotsverhalten der Beteiligungsgesellschaften mit einer Rücknahme des öffentlichen Engagements reagiert, um Verdrängungswirkungen zu vermeiden.

¹⁹⁰ Siehe Interview AVCO, S. 89 ff.

¹⁹¹ Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit (BMWA) (2003), S. 10.

7.4.4 Erkenntnis der Wichtigkeit eines starken Kapitalmarktes

Sowohl auf nationaler, als auch auf EU-weiter Ebene ist man sich inzwischen der Notwendigkeit eines starken Kapitalmarktes bewusst. So gibt es etwa in Österreich seit 2001 einen „Regierungsbeauftragten für den Kapitalmarkt“ und wurde ein Aktionsplan ins Leben gerufen. Auch EU-weit gibt es seit 1998 einen Risikokapital-Aktionsplan (RCAP).

Als zentrales Element werden in diesen Studien die Börsen gesehen. Da sie auch ein wichtiger Exitkanal für Beteiligungen sind, sind sie von besonderem Interesse für VC-Unternehmen. Stand bis vor wenigen Jahren noch die Zentralisierung der europäischen Börsen im Mittelpunkt, und damit verbunden die Schließung vieler kleiner Standorte, was auch die Börse Wien betroffen hätte, steht diese Konzentration heute nicht mehr im Fokus. Nach neuesten Studien können Effizienzsteigerungen durch andere Formen der Kooperation als Fusion oder Übernahme besser erreicht werden.¹⁹² So hat eine Konzentration auf bestimmte Handelssysteme stattgefunden und die Wiener Börse hat durch die Teilnahme am Handelssystem Xetra der Deutschen Börse in den letzten Jahren die Zahl der Börsemitglieder deutlich ausweiten können.

Außerdem findet der Handel mit den Aktien eines Unternehmens überwiegend dort statt, wo das Unternehmen ansässig ist. Bei großen deutschen Aktiengesellschaften, die an der NYSE doppelgelistet sind, erreicht das Zweitlisting (von ganz wenigen Ausnahmen abgesehen) weniger als 10% des Gesamtumsatzes in dem betreffenden Titel.¹⁹³ Die prinzipielle Bevorzugung der Heimatbörse, die grundsätzlichen Überlegungen zur internationalen Anlagestreuung auf den ersten Blick widerspricht, wird als „home market bias“ bezeichnet. Erklären lässt sich dieses Phänomen vor allem durch unterschiedlich hohe Informationskosten. Unter Berücksichtigung der höheren Kosten der Information über relativ kleine, ausländische Unternehmen kann der Verzicht auf eine Einbeziehung dieser Titel in ein Portefeuille vernünftig sein. Die Chance für eine systematische Aktienanalyse von Titeln ist am Heimmarkt deutlich besser als an ausländischen Plätzen. Gerade in Österreich gibt es viele Unternehmen, die – im internationalen Vergleich – relativ klein sind. Ohne eine Heimatbörse käme diesen Unternehmungen die ihnen gebührende Aufmerksamkeit in den wenigsten Fällen zu. Das unterstreicht die Bedeutung der Wiener Börse für eine positive Entwicklung des PE-Marktes.

Um die Erfordernisse als Partner für die Beteiligungsindustrie erfüllen zu können, muss die Wiener Börse allerdings attraktiver werden. Um dem entgegen zu kommen wurde 2000 der

¹⁹² IHS (2004), S. 5.

¹⁹³ IHS (2004), S. 5.

„Vienna Dynamic Index“ etabliert, der als Wachstumsbörse Unternehmen mit einer dynamischen Entwicklung bereits früh den Zugang zum institutionellen Kapitalmarkt öffnen soll.

Das österreichische Kuratorium für den Kapitalmarkt erarbeitete einige Schwerpunkte für die Gründe der geringen Bedeutung der Wiener Börse. Unter anderem werden die Punkte „mangelndes Vertrauen“ und „mangelndes Volumen“ genannt.¹⁹⁴

- **Mangelndes Vertrauen**

Das Vertrauen heimischer Anleger vor allem in österreichische Aktien ist gering. So werden etwa weniger als 1,5% des österreichischen Investmentfondsvolumens in österreichischen Aktien investiert.¹⁹⁵

- **Mangelndes Volumen**

41% der Umsätze in österreichischen Aktien erfolgte im ersten Halbjahr 2003 außerbörslich.¹⁹⁶ Hier geht der Wiener Börse ein großer Umsatzbetrag verloren.

Das Kuratorium sieht eine Reihe von Maßnahmen vor, die gesetzt werden müssen, um den österreichischen Kapitalmarkt in Schwung zu bringen.

Einige Impulsmaßnahmen wurden bereits eingeleitet. So wurden mit dem Zukunftsvorsorgemodell ein kapitalmarktbasierendes Produkt der Pensionsvorsorge und dem österreichischen Corporate Governance Kodex ein Instrument zur Stärkung von Qualität und Investorenvertrauen bereits einige Akzente gesetzt. Im Segment Kapitalmarkt sind die Eingriffsmöglichkeiten der öffentlichen Hand allerdings auf Regulierungs- und Infrastrukturmaßnahmen beschränkt. Es können zwar geeignete Rahmenbedingungen für die dynamische Marktentwicklung geschaffen werden, die Dynamik selbst müssen allerdings die Marktteilnehmer selbst einbringen.

7.5 Orientierung nach Osten

Mit dem Beitritt zur EU werden osteuropäische Länder für PE-Investitionen immer attraktiver. Das hat auch Österreich erkannt. Neben seiner geographischen Nähe zu den Ländern Zentral- und Osteuropas (CEE-Region) besteht auch eine enge historische Verbindung zu diesen Staaten. All das sind Gründe, die Österreich das Potential geben, als Drehscheibe für PE in dieser Region zu fungieren.¹⁹⁷ Denn Investitionen in der CEE-Region

¹⁹⁴ Schenz (2003), S. 6.

¹⁹⁵ Schenz (2003), S. 13.

¹⁹⁶ Schenz (2003), S. 9.

¹⁹⁷ Dubsky (2005), S. 35.

gelten auf Grund unflexibler und unsicherer rechtlicher Rahmenbedingungen als sehr risikobehaftet.

Ein Mittel, der Rechtsunsicherheit bei Investitionen in Portfoliounternehmen zu begegnen, ist die vertragliche Dokumentation so weit wie möglich einem erprobten Rechtssystem zu unterwerfen. Dieses sollte die Durchsetzung der getroffenen Vereinbarungen zu Gunsten des Investors sichern. Die Unterschiede zwischen dem in der CEE-Region vorherrschenden Rechtssystem und dem „Common Law“ können zu Problemen bei der Akzeptanz bei Vertretern des Portfoliounternehmens und der Durchsetzung vor Ort führen. Es hat sich in diesem Zusammenhang gezeigt, dass österreichisches Recht sowohl die gebotene Rechtssicherheit bietet, als auch auf lokaler Ebene akzeptiert wird. Deshalb haben österreichische Unternehmen den Ruf besonders geeignet zu sein, eine Brücke zwischen den Bedürfnissen des Investors und den Portfoliounternehmen schlagen zu können.¹⁹⁸ Viele österreichische Rechtsanwälte, Steuer- und Unternehmensberater haben überdies oft schon zu Beginn der Öffnung der östlichen Grenzen Mandanten in die Reformländer begleitet und verfügen über ein eigenes Büro und lokale Expertise oder ein Netzwerk von Kontakten.

Ein weiterer Vorteil ist das österreichische Steuersystem, das nach dem Prinzip der „halben Participation Exemption“¹⁹⁹ funktioniert. Im Grunde ist dieses System für PE-Investoren ungünstig, da sie meist keine Beteiligungserträge abschöpfen, sondern Erlöse aus den Veräußerungen der Beteiligungen generieren. Es ist jedoch zu beachten, dass Veräußerungserlöse von ausländischen Beteiligungen inländischer Kapitalgesellschaften von der KöSt befreit sind, wenn die Beteiligung in einem ununterbrochenen Zeitraum von einem Jahr in einem Ausmaß von mindestens 10% gehalten wurde. Diese Regelung erhöht die Attraktivität für Investoren, ihre Beteiligungen an Portfoliounternehmen in der Ostregion über eine österreichische Gesellschaft zu erwerben.

Ein wichtiges Argument ist auch das in Europa sonst nirgendwo in dieser Art existierende Gruppenbesteuerungsmodell. Verluste ausländischer Töchter können, sofern eine Beteiligung von mehr als 50% der Stimmrechte gegeben ist, mit den Ergebnissen der Muttergesellschaft in Österreich verrechnet und gewinnmindernd ausgewiesen werden. Das ist besonders für Fonds interessant, die zum Beispiel im Zuge von Nachfolgelösungen auf den Erwerb von Mehrheitsbeteiligungen in der CEE-Region ausgerichtet sind.

¹⁹⁸ Dubsky (2005), S. 35.

¹⁹⁹ Die halbe Participation Exemption besagt, dass Beteiligungserträge, die sich aus der Beteiligung einer Körperschaft an einer anderen ergeben, steuerfrei gestellt werden. Veräußerungserlöse solcher Beteiligungen unterliegen hingegen der vollen Körperschaftssteuer.

Um den vollen Nutzen aus den vorherrschenden Steuervorteilen ziehen zu können, ist es wiederum nötig, die bestehenden Bestimmungen der in Österreich dominanten Rechtsform der MFAG zu ändern. Denn laut deren Statuten müssen 75% der Mittel in inländische, sprich österreichische, Unternehmen veranlagt werden.

Auch die Wiener Börse betätigt sich am neu entstandenen Markt im Osten. So wurde eine Beteiligung an der Budapester Börse eingegangen, was sich wegen der Konzentrations-tendenzen der europäischen Börsen als wichtiger Schritt erweisen könnte. Ziel der Kooperation ist es, einen gut kapitalisierten, liquiden und attraktiven zentraleuropäischen Kapitalmarkt zu schaffen.²⁰⁰ Das dürfte insbesondere PE-Financiers zugute kommen, da ein liquider Kapitalmarkt in der Region den von Investoren bevorzugten Exit über die Börse wesentlich erleichtert.

7.6 Investors Relations Leitlinien

Seit dem 1.10.2002 gibt es einen österreichischen Corporate Governance Codex. Dieser Kodex schreibt die Grundsätze guter Unternehmensführung fest und ist inzwischen internationaler Standard bei großen börsennotierten Unternehmen.

Eine ähnliche Leitlinie, die das Verhältnis zwischen Finanzinvestor und Fondsmanagement definiert, ist, in Anlehnung an den Corporate Governance Kodex, auch für PE-Fonds in Arbeit.

In diesem „Code of Good Governance“ werden Private Equity Fonds, Gesellschaften, die PE-Fonds managen, sowie interessierten Fondsinvestoren in Österreich erstmals allgemeine Standards guter und verantwortungsvoller Zusammenarbeit von PE- Fonds, Fondsmanagement und Fondsinvestoren vorgestellt. Der Code umfasst obligatorische und fakultative Regelungen sowie Empfehlungen und verweist auf maßgebliche gesetzliche Bestimmungen. Der Code stützt sich auf Arbeiten der European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), diverser nationaler Private Equity und Venture Capital Vereinigungen, auf unterschiedliche Studien und Forschungsarbeiten und wurde, wo nötig, um österreichische Erfordernisse ergänzt.²⁰¹

Der Kodex enthält die international üblichen Standards für gute Unternehmensführung, aber auch eine Darstellung der relevanten Regelungen des österreichischen Rechts. Er umfasst vier Regelkategorien:²⁰²

- **LR (Legal Requirement)**

²⁰⁰ Dubsy (2005), S. 37.

²⁰¹ AVCO (2004d), S. 31.

²⁰² AVCO (2004d), S. 32.

Ein freiwilliger Kodex muss natürlich mit den existierenden Gesetzen im Einklang stehen. Deshalb umfasst diese Regelgruppe zwingende Rechtsvorschriften, die zu beachten sind.

- **OR (Obligatory Regulation)**

Hier werden jene Themenkreise definiert, die auf jeden Fall in einem Vertrag zwischen den Investoren und dem Fondsmanagement zu regeln sind.

- **DR (Default Regulation)**

Das sind subsidiäre Regeln, die einen Minimalstandard darstellen. Sollten Punkte vertraglich nicht ausdrücklich geregelt sein, so gelten diese Grundeinstellungen.

- **RC (Recommendation)**

Dies sind Regeln mit Empfehlungscharakter, deren Nichteinhaltung weder offen gelegt noch begründet werden muss.

Geltung erlangt der Code durch freiwillige Selbstverpflichtung. Das Fondsmanagement ist dazu aufgerufen, sich durch eine öffentliche Erklärung zur Beachtung der Codegrundsätze bei Auflage künftiger PE-Fonds zu verpflichten. Durch diese freiwillige Selbstregulierungsmaßnahme soll das Vertrauen der Anleger weiter gestärkt werden.

Bei diesen Leitlinien geht es vor allem um einen „educational process“ um Investoren das Konzept von PE näher zu erklären.²⁰³ Außerdem möchte man Corporate Governance Richtlinien kreieren, die dafür sorgen, dass alle Marktteilnehmer am gleichen Spielfeld agieren.²⁰⁴ Die Vorteile, die solche Maßnahmen bringen, liegen, so die verbreitete Meinung, vor allem im Schaffen von Transparenz und Investorenvertrauen.

Durch dieses Regelwerk wird eine Standardisierung der Industrie einsetzen, die helfen kann, PE als eigene Asset-Klasse zu etablieren und auszubauen. Den in Österreich in PE unerfahrenen institutionellen Investoren wird eine Struktur geboten, die das Investieren erleichtert. Ein klar definiertes Verhältnis zwischen Geldgebern und Fondsmanagement erleichtert auch die Zusammenarbeit und vermindert Reibungsverluste.

Der primäre Angriffspunkt der Leitlinien ist nicht der Konkurrenzkampf zwischen den einzelnen Fonds, sondern im Wettstreit um die Allokation des Geldes institutioneller Investoren innerhalb verschiedener Asset-Klassen der VC-Industrie einen Wettbewerbsvorteil zu geben.²⁰⁵ Dem ungeachtet erlauben vereinheitlichte Rahmenbedingungen den

²⁰³ Siehe Interview Go Equity, S. 84 ff.

²⁰⁴ Siehe Interview Capexit, S. 81 ff.

²⁰⁵ Benkitsch (2004), S. 33.

Managementgesellschaften, sich durch bessere Vergleichbarkeit klarer von Mitbewerbern abzuheben.

Ein Kodex ist natürlich kein Garant für die Performance einzelner Fonds. Dennoch bin ich der Meinung, dass eine Nachvollziehbarkeit die Verbesserungspotentiale bei Fonds leichter (er)heben lassen und somit den durchschnittlichen Qualitätsstandard auf längere Sicht anheben.

Derzeit befindet sich der aktuelle von der AVCO eingebrachte Vorschlag des Kodex in der ersten Lesung und soll laut Plan mit Anfang des Jahres 2006 eingeführt werden. Um in der Folge AVCO-Mitglied sein oder werden zu können, werden die Beteiligungsgesellschaften diesen Kodex akzeptieren und sich diesem verpflichten müssen.

7.7 Ausblick

Um eine Aussage über eine Zukunft des österreichischen Beteiligungsmarktes treffen zu können, muss an dieser Stelle zwischen Frühphasenfinanzierung und Expansionsfinanzierung differenziert werden. Während der Anteil der Investitionen im Bereich der Expansionsphase deutlich ansteigt, geht der Anteil der Early-Stage-Investments kontinuierlich zurück. Engagements in Seed-Projekte werden in den letzten Jahren stetig weniger. Im Jahr 2003 wurden laut EVCA-Studie gar überhaupt keine Mittel dafür aufgewendet (Siehe dazu auch Abbildung 12 auf Seite 39). Österreich hatte am Anfang seines Aufbaus eines PE-Marktes Mitte der 90er Jahre des vergangenen Jahrhunderts einen relativ hohen Anteil an Frühphasenfinanzierungen. Die unerfahrenen Investoren und Fondsmanager ließen sich von den hohen Renditeaussichten der ersten Unternehmensphase leiten. Seit dem Platzen der Internetblase hat sich das Verhalten der PE-Gesellschaften jedoch grundlegend verändert. Das verdeutlicht auch eine Umfrage, der zufolge 86% der befragten Investoren ihr Kapital in Expansionsprojekte veranlagen wollen.²⁰⁶ Das Ausfallrisiko ist deutlich geringer und in den letzten Jahren war die Erfolgsaussicht höher. Mit diesem Bereich ist man auch in der Bankenbranche vertraut, wodurch von dort mehr Mittel zur Verfügung gestellt werden.²⁰⁷ Zudem kommen die meisten österreichischen Investoren und ein guter Teil der Fondsmanager aus dem Bankensektor, der von einem risikoaversen Charakter gekennzeichnet ist.

Die Verbindung von hohem Risiko und, in schwierigen Kapitalmarktzeiten, kleinen Chancen auf wertschaffende Veräußerungen ließ in der Zwischenzeit eine gewisse Dynamik einsetzen, sich immer mehr von der wirklichen Frühphasenfinanzierung abzuwenden.²⁰⁸ In

²⁰⁶ Deloitte (2004), S. 1.

²⁰⁷ Siehe Interview AWS, S. 97 ff.

²⁰⁸ Siehe Interviews Go Equity, S. 84 ff und AWS, S. 97 ff.

dieser Situation wird es für einen Fondsmanager immer schwieriger, einen Fonds für das Early-Stage-Segment aufzubauen und Geldgeber zu finden, die bereit sind, diesen zu finanzieren.

Nach den letzten schwierigen Jahren geht der Trend überhaupt eher zu einer verstärkten Fokussierung auf das aktuelle Portfolio.²⁰⁹ Lediglich knapp über 10% der befragten Manager hatten Ende 2004 Ambitionen einen neuen Fonds innerhalb des nächsten halben Jahres aufzulegen.²¹⁰

Der schon existente Mangel an Wagniskapital für die Seed-Phase wird dadurch noch verstärkt und könnte mittelfristig ein Problem für die gesamte VC-Industrie darstellen. Der Staat mit seinen Fördereinrichtungen wird auch in Zukunft die Hauptrolle in Bereichen der Frühphasenfinanzierung einnehmen müssen.

Auch in älteren und besser entwickelten VC-Märkten wie Großbritannien oder Amerika ist die öffentliche Hand maßgeblich an der Umsetzung von Gründungsideen beteiligt. Ein Markt mit ausreichendem Volumen wird auf Grund des ungünstigen Risiko-Ertrag-Profiles nicht zu errichten sein. Frühphasenfinanzierung ist dermaßen riskant und schwierig, dass das Teil der öffentlichen Aufgabe sein muss.²¹¹ Erst wenn durch diesen Einsatz das Risiko gemindert werden kann, werden private Investoren Interesse haben, sich zu engagieren.

Early-Stage-Unternehmen werden in Zukunft wohl lediglich als Beimischung in ein Portfolio in Betracht kommen, um die Renditeerwartung eines Fonds von 40 bis 60% p.a. zu gewährleisten.²¹² Wichtig dabei ist aber die Fokussierung auf bestimmte Branchen, um Know-how und Synergiepotenziale für die Portfoliounternehmen in unterschiedlichen Lebenszyklen ausschöpfen zu können.

Eine Spezialisierung rein auf österreichischem Terrain ist auf Grund der geographischen Beschränktheit des Marktes jedoch nicht möglich. Aus diesem Grund ist eine Internationalisierung der österreichischen Szene unumgänglich.

Mittel- und Längerfristig ist eine europaweite Verschränkung der nationalen PE-Szenen zu erwarten. Eine der Hauptaufgaben der European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) ist die Vereinheitlichung der Rahmenbedingungen für PE der einzelnen europäischen Staaten. Alleine die Existenz dieser Organisation ist ein Zeichen zunehmender überregionaler Zusammenarbeit. Eine eigene österreichische Szene wird es auch in Zukunft noch geben, aber keine, die nur innerhalb der Grenzen agiert. Auch sie wird vermehrt

²⁰⁹ Siehe Interview Go Equity, S. 84 ff.

²¹⁰ Deloitte (2004), S. 1.

²¹¹ Siehe Interview AWS, S. 97 ff.

²¹² Patt/Hölzle (2004), S. 50.

länderübergreifend agieren.²¹³ Ein gutes Beispiel dafür sind die ausgeweiteten Aktivitäten österreichischer Gesellschaften im nahe gelegenen östlichen Ausland.

Im Hinblick auf diese zu erwartende Entwicklung sind die weiter oben schon angesprochenen Anpassungen der österreichischen Fondsstrukturen ein wichtiger Schritt. Waren derart restriktive Rahmen nötig, um den Aufbau einer heimischen Szene zu gewährleisten, müssen diese nun gelockert werden, um zunehmend Investitionen von ausländischen Financiers und Beteiligungen an ausländischen Unternehmen zu ermöglichen.

²¹³ Siehe Interview AWS, S. 97 ff.

8. ANHANG

8.1 Interview Capexit

Interview mit Dr. Ernst Ungersbäck 13.01.05

Nach dem Abschluss des Studiums der Betriebswirtschaftslehre war **Ernst Ungersbäck** Assistent am Institut für Revisions-, Treuhand- und Rechnungswesen an der Wirtschaftsuniversität Wien. Im Herbst 1997 begann er seine außeruniversitäre Laufbahn als Berufsanwärter bei einer großen Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft. Von Beginn 1999 bis Ende 2000 war Ernst Ungersbäck für die Hotel & Travel Pvt Ltd (Malediven) als Financial Controller für das gesamte Finanz- und Rechnungswesen sowie für die Implementierung eines Controllingsystems verantwortlich. Seit April 2001 ist Ernst Ungersbäck als Business Analyst bei CAPEXIT tätig.

Clemens Löffler (CL): Könnten sie zum Einstieg bitte nur kurz etwas über die Unternehmensdaten sagen?

Dr. Ernst Ungersbäck (EU): Capexit gibt es seit dem Jahr 2001 und wir haben bis jetzt in unserem Portfolio fünf Unternehmen, (Ingenion, Burg, Phion, M&R, UC4). Angelegt ist der Fonds mit einem Volumen von 35 Millionen €, pro Investment auf 1,5 – 4 Millionen, eigentlich auf rund 10 Beteiligungen. Von den Beteiligungen liegen wir damit unter Ziel. Das hängt jedoch auch damit zusammen, dass wir erst nach dem großen Hype angefangen haben zu investieren. Zur Zeit unseres Beginns machte der Markt gerade eine schwierige Zeit durch. Es muss allerdings dazugesagt werden, dass wir einen sehr restriktiven Zugang zum Markt haben, was heißen soll, dass wir relativ wenige Projekte abschließen, die aber eine überproportionale Erfolgchance haben. Ausstiege sind noch keine zu verzeichnen, wobei aber die Firma Ingenion im vergangenen Dezember einen Teilexit brachte, als sie einen Merger mit einer amerikanischen Firma einging.

CL: Wie schaut die Firmenphilosophie bezüglich eines Exits aus?

EU: Der Königsweg ist natürlich der IPO. Aus Sicht des PE-Gebers ist dort natürlich

der beste Preis zu erzielen. Die Möglichkeit dafür hängt von verschiedenen Faktoren ab. Einerseits natürlich davon, ob der Markt es zulässt, das heißt, ob es genügend weitere Investoren gibt, die in die Aktie investieren. Außerdem ist die Möglichkeit sehr Unternehmens- und Branchenabhängig. Die Unternehmensgröße muss passen, die Entwicklung und Wachstumsaussichten. In gewissen Branchen wird es überhaupt schwierig einen Börsengang zu schaffen, die Handelsbranche typischerweise. Vor allem in Zentraleuropa sind die Anforderungen an ein Unternehmen, das an die Börse gehen will, dass es entweder eine gewisse Marktstellung hat, oder sich durch technologische Vorreiterschaft auszeichnet. Das wird mit einem Handelsunternehmen schwieriger zu verwirklichen sein, als mit einem Biotechunternehmen.

CL: Wie schaut der Investitionshorizont ihrer Beteiligungen aus?

EU: Die Zielvorgabe der Haltedauer sind 3 – 5 Jahre. Da liegen wir auch auf Kurs. Unser ganzes Portfeuille entwickelt sich nach Plan, hervorgerufen durch unseren kritischen Zugang, was wohl die grundsätzliche Abhebung unseres

Unternehmens zu unseren Konkurrenten ist. In der angestrebten Frist ist derzeit für alle Beteiligungen ein Exit ins Auge zu fassen.

CL: Ist es in Österreich schwierig ein Portfolio aufzustellen? Und wie sieht es mit dem Wettbewerb unter den PE-Gesellschaften aus?

EU: Der österreichische Markt ist ein kleiner Markt, aber dafür sind weniger Player da. Man kennt sich untereinander. Es ist einfach alles überschaubar. Der Wettbewerb ist aber weder härter noch weniger hart als in anderen Branchen, soweit ich das beurteilen kann. An interessanten Projekten sind natürlich immer mehrere Investoren dran.

CL: PE und VC gibt es in Österreich jetzt seit Mitte der 90er Jahre. In diesen Jahren hat dieser Markt eine signifikante Entwicklung durchgemacht. Seit 2000 jedoch stagnieren die Investitionen und hat sich das Volumen bei rund 0,07% des BIP eingependelt. Glauben sie, dass der Plafond erreicht ist, oder wird es einen neuerlichen Aufschwung geben?

EU: Natürlich ist die ganze Entwicklung durch eine Zyklizität getrieben. Wir hatten den Hype, der ist auch an Österreich nicht spurlos vorübergegangen. Damals gab es die Möglichkeit schnell Exits zu realisieren. Dadurch waren die Investoren auch bereit mehr in frühere Phasen zu investieren. Das war einfach eine ganz andere Zeit. Da konnte man, salopp formuliert, mit Businessplänen in die Nähe oder vielleicht schon an die Börse kommen. Da war es auch einfacher Funds zu raisen. Wie das geendet hat, kann man sich ja jetzt anschauen.

Das Fundraising konnte aber auf dem Niveau gehalten werden, also es gibt Leute, die nach wie vor bereit sind zu investieren und es steht Geld zur Verfügung. Was ein Problem darstellt, ist die Tatsache, dass der Einfachste Exitweg, sprich der Börsengang im Moment zu ist. Aber meiner Meinung nach ist die Szene bei weitem noch nicht am Ende der

Entwicklung angelangt. Im Gegenteil, im Verhältnis zu anderen Ländern steckt sie in Österreich noch in den Kinderschuhen, und wird weiter wachsen und sich etablieren.

Was aber beachtet werden muss, ist, dass die Möglichkeit einer Eigenkapitalfinanzierung im Denken der österreichischen Unternehmer noch weit weniger ausgebildet ist, als wo anders in Europa. Die Grundüberlegung ist noch immer, wenn ich ein Unternehmen habe, das nur einigermaßen Kreditwürdig ist, gehe ich zur Bank. Noch stärker ist diese Überlegung bei Familienunternehmen und bei Unternehmen, die schon länger am Markt sind. Da ist noch viel zu tun, um zu zeigen, dass es auch Alternativen gibt.

CL: Fürchten sich die Unternehmer eher davor, Anteile abzugeben, oder ist VC einfach noch nicht bekannt genug?

EU: In der Vergangenheit war es sicher auch die mangelnde Bekanntheit, aber in der Zwischenzeit ist es in der Unternehmerszene, nicht in der breiten Masse, ein Begriff. Es ist nur noch nicht in den Köpfen, es als Finanzierungsform zu erwägen. In Familienunternehmen, das ist auch unsere persönliche Wahrnehmung, herrscht immer noch das stereotype Denken vor, ich zahle lieber mehr Zinsen, als, es redet mir irgendwer drein. Oder ich muss gar irgendjemandem reporten. Geheimhaltung ist ein wichtiges Thema.

CL: Wird dem seitens der AVCO aktiv entgegengewirkt, oder baut man eher auf den Faktor Zeit, bis sich der Begriff VC entwickelt?

EU: Beides letztendlich. Die Aktivitäten werden ihre Zeit brauchen um zu wirken. Nur warten wird zu wenig sein. Lobbying ist da ein großes Thema, Präsenz zeigen durch Veranstaltungen, die beste Werbung ist aber natürlich die Eigenwerbung durch erfolgreiche Deals. Ein guter „Track Report“ muss her. Wenn ich es schaffe eine win – win Situation herbeizuführen, was ja das Ziel jeder PE-Finanzierung ist, dass ein Entrepreneur mit einer Finanzierung, die er von der Bank nicht

erhalten hat, entsprechend zu wachsen und im nächsten Schritt dadurch vielleicht noch Arbeitsplätze in einer Region schafft, dadurch die Öffentlichkeit aufmerksam wird, dann werden genug Leute bereit sein solche Finanzierungen einzugehen.

CL: Wie sehen sie die staatlichen Rahmenbedingungen in Österreich?

EU: Da ist auf jeden Fall noch einiges zu machen. Wir sind am Weg, eine gute Basis zu schaffen, deshalb gibt es auch die AVCO, die eine sehr gute Arbeit leistet. Die zwei Stoßrichtungen sind einerseits die rechtlichen Rahmenbedingungen, z.B.: die MFAG.

CL: Aber gerade die MFAG steht in der Kritik nicht mit EU-Recht zu vereinbaren zu sein.

EU: Das ist wahr und man versucht in diese Richtung gehend auch eine Weiterentwicklung. Es kann leicht passieren, dass eine Investition nicht in den MFAG-Passus passt, und man verliert die begünstigenden Möglichkeiten dieser Gesellschaft.

CL: Sind diese Beschränkungen tatsächlich beteiligungshemmend?

EU: Sie sind kein Problem, dass wir den Deal nicht machen würden. Aber dann ist er nicht steuerlich vergünstigt. Und wenn er den MFAG-Status nicht voll erfüllt, könnte es sein, dass man für den gesamten Fonds die Steuerfreiheit verliert. Es ist Tatsache, dass die MFAG kein 100% konkurrenzfähiges Vehikel ist. Wir haben das so gelöst, dass wir zwei Fonds haben, einen als MFAG und einen als normale AG in die, je nachdem, ob das Projekt MFAG – tauglich ist, oder nicht, in einen der beiden Fonds aufgenommen wird. Das bewahrt uns davor, einen Deal, nur weil er nicht in die MFAG passt fallen zu lassen.

CL: Um noch einmal auf die Richtungen der Entwicklungen zurück zu kommen ...

EU: Genau. Neben den rechtlichen Rahmenbedingungen wird vor allem daran gearbeitet die Möglichkeit zu verbessern

Fonds zu räumen. Hier hinkt Österreich ebenfalls noch nach, dass Pensionskassen, Versicherungen und Möglichkeiten, die in Zusammenhang mit der Abfertigung Neu stehen in PE investieren dürfen.

CL: Glauben sie, sind die angedachten und in Entwicklung befindlichen Investors Relations Leitlinien ein probates Mittel, das Vertrauen zu stärken?

EU: Es wird sicherlich einen positiven Effekt haben. Einerseits wird dadurch die Qualität der Marktplayer erhöht, zum anderen wird dadurch Transparenz geschaffen, wodurch Sicherheit für den PE-Investor geschaffen wird. Dadurch werden natürlich Schritte wie Öffnung Richtung Pensionskassen erleichtert.

CL: Gehen sie auch konform mit der verbreiteten Meinung, dass Basel II dem Risikokapitalmarkt nützen wird?

EU: Das muss man differenziert sehen. Österreichische Unternehmen sind sehr viele sehr kleine Unternehmen mit einer sehr schlechten Eigenkapitalstruktur. Dann gibt es viel weniger, die etwas größer sind, in Deutschland als klassische KMUs bezeichnet und besser ausgestattet sind.

Zweitens ist der Informationsstand zu berücksichtigen. Die Kleinen sind extrem schlecht informiert, für diese ist das, wie es derzeit aussieht, auch nicht so wichtig, da diese wahrscheinlich aus Basel II herausgenommen werden. Die Größeren sind meistens ganz gut vorbereitet und werden es möglicherweise leichter haben durch Basel II. Habe ich ein gutes Rating, kann ich dann vielleicht sogar die Banken gegeneinander ausspielen, und gewisse Zinssätze verlangen. Schlechtere werden natürlich Probleme bekommen. Es lässt sich schon sehen, dass die Banken restriktiver in ihrer Kreditvergabe sind, in Deutschland ist zum Beispiel das Kreditvolumen rückläufig. Risiko wird, wo möglich, herausgenommen, weil dort höhere Rücklageerfordernisse bestehen.

Hinsichtlich der Belebung der Risikoszene muss man sich das genau anschauen. Denn ein Unternehmen, das im Extremfall durch

Basel II keinen Kredit mehr erhält, ist aus diesem Grund noch lange kein interessantes PE-Unternehmen. Da müssen die Rahmenbedingungen wie Marktchance, Produkt passen. Das Wertsteigerungspotential muss vorhanden sein, sonst funktioniert unser Businessmodell nicht. Wenn diese Wertsteigerung möglich ist, dann passt es. Aber das wird in den wenigsten Fällen der Fall sein. Denn bei denjenigen Unternehmen, die von der Bank nichts mehr bekommen, schaut es mit dem Wertsteigerungspotential auch meist nicht gut aus.

CL: Es heißt, die Tatsache, dass die Banken in Österreich der wichtigste Geldgeber sind, stellt ein Strukturproblem dar. Sehen sie das auch so?

EU: Das wird Fondsindividuell abhängig sein. Wie der Vertrag gestaltet ist, dass man sich trotz Finanzierung durch sie in den Entscheidungen von ihr abnabeln kann. Das Schlimmste wäre, wenn man alle Problemfälle der Bank aus Abhängigkeit ins PE hinüber bekommt. Solange ich mir aber keine Beteiligungen aufzwingen lassen kann, sehe ich kein Problem.

8.2 Interview Go Equity

Interview mit Ralf Flore/Murli Bhamidipati am 20.1.05

Murli Bhamidipati ist Investment Banker und studierte in Indien und Deutschland. Internationale Erfahrung sammelte er während sechs Jahren bei dem Weltkonzern GE Capital und davor sieben Jahre bei der Deutsche Bank in Frankfurt, Luxemburg und London. Murli Bhamidipati ist bei Go Equity verantwortlich für die Akquisition, den Abschluss, die Betreuung sowie den Exit von Private Equity Investments. Darüber hinaus umfasst sein Verantwortungsbereich das Reporting der Beteiligungsgesellschaften.

Ralf Flore erwarb seinen Diplom-Betriebswirt an der Fachhochschule Konstanz und studierte im Ausland an der Saint Mary's University in Kanada. Vor seinem Einstieg bei Go Equity war Ralf Flore in Zürich bei den im Private Equity tätigen Häusern Swiss Life Private Equity Partners und CapVis Equity Partners tätig. Auf einer internationalen Ebene erwarb er während dieser Zeit Fachwissen in der Strukturierung sowie Durchführung von Buyout sowie Wachstumskapital Transaktionen. Zudem war er verantwortlich für das Beteiligungsmanagement von über 20 Investitionen in Private Equity Fonds. Bei Go Equity ist Ralf Flore zuständig für die Akquisition, den Abschluss, die Betreuung sowie den Exit von Private Equity Investments.

Clemens Löffler (CL): Könnten sie bitte am Anfang nur ein paar Worte über ihr Unternehmen sagen? Gegründet wurde das Unternehmen 1996?

Ralf Flore (RF): Eigentlich gibt es die Firma schon seit 1993 als Corporate Finance Boutique, gegründet von Herrn

Dr. Lenzinger. Wir sind gerade dabei den zweiten Fonds, der Go Equity 2 heißt, mit einem Volumen von 54 Millionen € zu investieren. Im Augenblick haben wir drei Unternehmen im Portfolio, da wir das Glück hatten, kürzlich drei Exits realisieren zu können. Er ist für Investments für noch drei bis vier Unternehmen gedacht.

CL: Wie sieht die Unternehmenspolitik bezüglich des Exits aus?

Murli Bhamidipati (MB): Ein IPO ist natürlich eine tolle Sache, ist aber nicht immer das Ziel. Meistens schauen wir uns die Möglichkeiten eines Trade Sales an. Wenn man sich die Größe unserer Unternehmen ansieht, sieht man, dass das größtenteils mittelständische Unternehmen sind, bei denen wir oft mit sehr kleinen Minderheiten beteiligt sind. Die Volumina, die zu einem IPO passen können wir einfach nicht aufbringen. Deswegen sind für uns, realistisch betrachtet, die Möglichkeiten eines IPO eher gering. Deshalb haben wir vorwiegend Trade Sales oder, wie vor kurzem realisiert, Buy Backs. Allerdings haben wir keine Firmenpolitik, die ex ante sagt, diese Transaktion ist durchzuführen, und jene nicht.

CL: Sind die österreichische Exitmöglichkeiten interessant, oder ist es schwierig einen geeigneten Weg zu finden?

MB: Das wir überhaupt hier sitzen ist ein Indiz dafür, dass es durchaus interessante Möglichkeiten gibt. Österreich als Land und speziell durch die aktuelle Steuersituation ist sicherlich ein attraktives Investitionsland. Es gibt nur halt wenige Unternehmen in Österreich. Es hängt halt davon ab, wo ich investiere. Und man muss sich auch in der Umgebung um Österreich umsehen. Und man darf sich nicht auf einen bestimmten Exit festlegen. In Österreich herrscht eine besondere Liebe für einen IPO, das ist aber nicht immer der Weg.

RF: Also die Möglichkeit eines IPO ist schon vorstellbar, aber nicht die Voraussetzung beim Investieren. Im Vorhinein sagen „das wird ein IPO“ kann man gar nicht. Der natürliche Weg ist die Suche nach einem strategischen Partner. Oder, und was in Österreich immer häufiger vorkommt, ist der Secondary Buy Out. Ich denke, für ein Unternehmen, das sich gut entwickelt hat und stabil gewachsen ist, findet man auch einen geeigneten Ausstieg.

CL: Die Form des angestrebten Ausstieges wird schon im Vorhinein festgelegt?

MB: Wir schauen uns natürlich vor dem Beginn der Beteiligung genau an, wo die Ausstiegsmöglichkeiten sind. Von der Größenordnung her bekommt man ungefähr ein Gefühl, wo das Unternehmen hinderehen könnte, aber der konkrete Plan wird erst im Laufe der Beteiligung entworfen.

CL: Wie schaut die Strategie dieses Fonds aus? Für welchen Zeithorizont sind die Beteiligungen geplant?

RF: Unsere gegenwärtige Liquidität für Go Equity 2 sieht derzeit so aus, dass wir ca. noch 17 Millionen € zu investieren haben, was sich für die bereits angesprochenen drei, vier Unternehmen ausgeben sollte. Der Zeithorizont liegt durchschnittlich zwischen drei bis fünf Jahren.

CL: Liegt der Fonds soweit im Plan, ist die Auslastung ansprechend?

MB: Ich würde nicht sagen, dass wir restlos ausgelastet sind, vor allem hat sich bei unserem Fonds einiges geändert, bzw. die Investmentstrategie hat neu überdacht werden müssen. Dadurch wurde in letzter Zeit einiges am Portfolio bereinigt.

RF: Wir hatten einige Early Stage Investments getätigt, was wir jetzt versuchen auszugleichen durch Unternehmen die schon etwas gereift sind, die positive Cash Flows vorzuweisen haben, positive Jahresergebnisse haben. Wir machen kein Early Stage mehr. Wir

schauen uns ab und zu einmal Konzepte an, aber an und für sich investieren wir in Later Stage und kleinere Buy Outs.

CL: Die Unternehmensgründung von Go Equity fiel voll in den New Economy Hype. Hat sich nach dem Platzen der Dot Com Blase der Zugang der Venture Capitalisten zu Finanzierungen sehr geändert?

MB: Ich würde sagen, die Menschen sind realistischer geworden. Während der Dot-Com Geschichte war allgemeine Euphorie, und jeder war der Meinung, er musste unbedingt ein Teil dieses Booms sein. Aus diesem Grund wurden einige Transaktionen durchgeführt, die nicht gemacht werden konnten bzw. durften. In der Zwischenzeit hat man eine gewisse Reife erreicht. Wenn man sich die heutigen Beteiligungen ansieht, entdeckt man keine Investitionen mehr, wie man sie vor dreizehn Jahren gesehen hat, wo man sich etwa sein Hemd übers Internet bestellen konnte. Die jetzige Generation von Dot-Com Unternehmen müssen sehr viel mehr beweisen, bevor es überhaupt zu einer Investition kommt.

CL: Seit dem Entstehen des Privat Equity Marktes in Österreich in der Mitte der 90er Jahre hat die Szene bis 2000 ein starkes Wachstum hingelegt. Seitdem stagnieren die Zahlen für Investitionen und Fundraising allerdings. Glauben sie, das aktuelle Volumen ist die Größe, auf der sich der heimische Markt einpendeln wird, oder ist noch das Potential für ein weiteres Wachstum gegeben?

RF: Diese viel zitierten 0,07% sind mit Vorsicht zu genießen. Ich würde die Performance nicht allein an einem BIP-Indikator festsetzen. Dazu muss man sich die Beschaffenheit des österreichischen Marktes ansehen. Österreich ist vor allem einmal klein. Man kann es vielleicht vergleichen mit einem Land mit ähnlichen geographischen Voraussetzungen, nämlich der Schweiz. Transaktionsmäßig passiert dort wesentlich mehr. Damit will ich sagen, es ist mit Sicherheit Potential da.

Man wird mit Sicherheit nie eine Private Equity-Landschaft wie in England erreichen. Dazu sind die Menschen hier einfach nicht erzogen. Dass man ein Risiko eingehen muss, wenn man sich irgendwo beteiligt oder auch als Unternehmer, hat sich noch nicht so verbreitet. Aber dass das Niveau bei diesen ominösen 0.07% bleibt, glaube ich nicht. Man muss auch berücksichtigen, dass, durch die Größe des Landes bedingt, eine große Schwankungsbreite existiert. Es muss nur einmal eine große Transaktion durchgeführt werden, dann geht dieser Index deutlich nach oben, bei einem großen Ausfall sinkt diese Zahl. Ich sehe diese Prozentangabe eher nur als Vergleichsmöglichkeit zwischen den einzelnen Ländern.

CL: Wo liegt der Grund für die von ihnen vorher erwähnten wenigen Abschlüsse in Österreich? Gibt es hier zu wenig Entrepreneure, oder sind hier zu Lande einfach die Projekte schlechter als anderswo?

MB: Das liegt an zwei Sachen. Ich denke sowohl für Unternehmungsgründungen als auch für Private Equity Finanzierung muss eine Kultur bestehen. In Österreich herrscht immer noch die Mentalität, wenn ich Geld brauche, gehe ich zur Bank. Wenn man sich die Unternehmerseite anschaut, sind in Österreich ein Großteil der Unternehmen als Familienbetriebe oder kleine GesmbH. geführt, wo man nur sehr ungern jemand fremden einen Einblick in die internen Verhältnisse gewährt. Die Österreicher sind für Private Equity nicht sehr empfänglich. Das ist eine große Hemmschwelle, die noch überwunden werden muss um an Verhältnisse, wie sie in England herrschen, zu erreichen, wo es Gang und Gebe ist, sich zu überlegen, gehe ich zur Bank, oder zu einem Privat Equity – Unternehmen?

Und Zweitens ist auch die Mentalität der Banken ein Problem. In Österreich haben sie, meiner Meinung nach, noch immer nicht das notwendige Know How in Sachen Risikoabschätzung. Eine

Österreichische Bank gibt viel leichter ein Darlehn als eine englische Bank, die viel mehr Rücksicht auf die Risikoabschätzung legen müssen.

RF: Es ist vielleicht auch ganz interessant zu betrachten, wie viel Fremdkapital beispielsweise in den Unternehmen durchschnittlich steckt. Die Eigenkapitaldecke in Österreich ist unheimlich dünn.

MB: Ich frage mich wie Banken bei ihrer Kreditvergabe vorgehen. Ein Unternehmer, der immer noch mit einer Eigenkapitaleinlage von 35 000 fährt, bekommt von der Bank eine halbe Million Kredit und gibt sein Haus als Sicherheit. Wenn er eine kleine Eigenkapitaldecke hat, nur mit Fremdkapital zu leben, das ist meiner Meinung nach nicht der richtige Weg. Das ist auch ein Vorteil von Venture Capital Häusern, die Kapitaldecke der Unternehmen aufzuschichten. Das können Banken nicht machen.

CL: Glauben sie, ist der Bekanntheitsgrad von Venture Capital in Österreich ein Problem?

RF: Das ist auch ein Punkt. Wenn man sich die Landschaft in Österreich anschaut, so war Go Equity einer der ersten Player am Markt, und uns gibt es jetzt seit etwa zehn Jahren. In anderen Ländern existiert die Szene seit 25 Jahren. Wir waren überhaupt der erste bankenunabhängige Anbieter. Es gibt ja noch einige Häuser die fast ausschließlich von Banken direkt gesponsert werden, wie der Erste Bank oder der Bank Austria. Jede Bank hat ja ihre Private Equity – Linie. Bevor wir uns über den Wettbewerb Auslassen, muss die Frage gestellt werden, wie professionell so etwas gemacht wird. Es ist ein Unterschied, ob ich eine Beteiligung eingehe und mich dann ruhig verhalte, oder nach dem klassischen angelsächsischen Ansatz vorgehe und aktiv tätig bin, einen Sitz im Aufsichtsrat habe und dergleichen. So hebt sich eines vom Anderen ab. Wir sind in Österreich eines der wenigen Unternehmen, die diesen Approach

verfolgen. Das ist nicht immer erwünscht und wie schon vorher erwähnt eine Hemmschwelle.

CL: Das hat aber auch mit der österreichischen Kultur als Fremdkapitalland zu tun.

RF: Genau. Es ist noch nicht in den Köpfen, dass man sich einen aktiven Investor sucht, sondern entweder man geht zur Bank, oder zu bankähnlichen Vehikeln. Darum haben sich sehr viele Banken wieder von ihren Private Equity-Finanzierungsgesellschaften getrennt, weil die sich einfach nicht rentiert haben.

CL: Angesprochen auf den Wettbewerb. Ist der hart in Österreich, oder können alle ganz gut nebeneinander leben?

MB: Das kommt darauf an. Die Konkurrenz ist auf jeden Fall überschaubar. Aber ich habe den Eindruck man steigt sich nicht zu sehr auf die Füße. Dadurch, dass es kaum jemanden gibt, der speziell nur in ein Marktsegment investiert, kann man zu hartem Wettbewerb ganz gut aus dem Weg gehen.

CL: Kann man es sich in Österreich überhaupt leisten, sich derart zu spezialisieren?

MB: So etwas gibt es schon, zB. Tech-Net, aber nur ganz wenige, deren Fondsvolumen ist auch dementsprechend kleiner. Der Markt ist meines Erachtens zu klein, um zum Beispiel als Private Equity Anbieter für Expansionskapital auch noch sagen zu können, wir spezialisieren uns auch noch auf eine Branche. In Österreich ist schon die Spezialisierung auf Expansionskapital und bis mittelgrossen Buyouts eine Nische.

CL: Sind die gesetzlichen Rahmenbedingungen zufrieden stellend?

RF: Die Gegebenheiten sind so wie sie sind. Sie sind nicht ideal, aber sie sind auch nicht so schlecht. Für die Fondsgesellschaften läuft es ganz gut, als Beratungsunternehmen hat man es nicht so ganz einfach, aber da gibt es Bestrebungen,

die Rahmenbedingungen besser in Einklang zu bringen. Was vielleicht ein Problem ist, dass es innerhalb Österreichs keinen Steuerwettkampf gibt. In der Schweiz legt jeder Kanton seine eigenen Steuerquoten fest. Damit werden Unternehmen angezogen. Das existiert in Österreich nicht.

CL: Glauben sie werden die sich in Entwicklung befindlichen Investors-Relation-Leitlinien einen positiven Effekt auf die Akzeptanz von VC haben?

MB: Auf jeden Fall. Dr. Lenzinger hat die Entwicklung dieser Leitlinien mehr oder weniger angeleitet. Bei diesen Leitlinien geht es, meiner Meinung nach vor allem um einen „Educational Process“ dass man den Leuten das Konzept von PE näher erklärt. Außerdem möchte man Corporate Governance Richtlinien kreieren, dass im Endeffekt alle Marktteilnehmer am gleichen Spielfeld agieren. Ich bin sicher, dass das helfen wird, PE bekannt zu machen, und bei Leuten, die nicht viel Kontakt dazu haben, Vertrauen aufzubauen.

RF: Da geht es vor allem um Transparenz nach außen. Nach innen, sprich unseren Investoren gegenüber sind wir ohnehin transparent. Da ist alles vertraglich festgelegt, und jeder Investor kann sich jederzeit Informationen beschaffen, die er benötigt. Also wir werden nicht transparenter dadurch, aber es wird für die AVCO zum Beispiel leichter ihr Lobbying zu betreiben, Erfolge nach außen zu tragen und das Vertrauen in diesen Markt zu stärken. Und es macht einen guten Eindruck.

CL: Wenn ich das richtig verstanden habe, halten sie die AVCO für eine wichtige Einrichtung?

MB: Absolut. Sie ist eine der stärksten Lobbies die wir haben.

CL: Man hört oft, dass die Tatsache, dass Banken die größten Investoren für PE in Österreich sind, ein Problem darstellt. Ist das wirklich so, und warum?

MB: Banken waren bisher immer auf Senior Capital, Darlehen, Fremdkapital fokussiert, die nicht mehr als ihre drei, bis max. vier Prozent Margen erzielen können. Und durch Investitionen in Privat Equity – Häusern wollen sie ihr Ergebnis verbessern. Eine der größten Motivationen für Banken in VC zu investieren, ist die: Ich investiere in etwas Risikoreiches, dafür erwarte ich aber auch viel mehr an Margen, Rückflüssen. Diese hohen erwarteten Rückflüsse sind aber nicht so einfach zu erwirtschaften. Das ist halt ein so einfacher Ansatz, der von vielen VC-Häusern nicht akzeptiert wird, oder werden kann, da sie an Investitionsrichtlinien gebunden sind, die Banken nicht immer haben.

RF: Versicherungen und Pensionskassen werden verstärkt in Private Equity investieren müssen. Eine Pensionskasse muss ja an seine Pensionäre eine gewisse Ausschüttung machen. Und irgendwie muss sie das ja erwirtschaften. Und so viele Alternativen gibt es nicht. Da hat man Aktien mit vielleicht 8% Verzinsung in guten Jahren, Anleihen mit ungefähr 3%, es gibt Hedge Fonds und dann fängt es eigentlich schon an alternativ zu werden. Also die Mittel sind begrenzt. Wenn ich über PE/VC investieren will, gibt es auch nur drei Möglichkeiten. Entweder ich mache es direkt in die einzelnen Unternehmen, über einen Fonds wie wir einer sind, oder ich investiere in einen Funds of Funds.

MB: Unser Fond etwa besteht zum Großteil aus Pensionsfonds und Versicherungen, allerdings halt aus Ausländischen.

CL: Was wird Basel II für Auswirkungen für die VC-Szene haben?

MB: Das ist schwierig zu sagen. Also ich würde das als Chance sehen. Wenn ich mir unsere Situation ansehe, ein guter Teil unseres Fonds ist in Deutschland, wo Basel II schon wesentlich weiter entwickelt ist, die Banken sich schon seit zwei, drei Jahren damit befasst haben und

konsequenterweise auch die Geldhähne zgedreht haben. In Österreich ist es noch nicht der Fall, dass die Banken so weit sind, aber auch sie merken, dass die Kleinen und Mittelständler kapitalmäßig nicht so gut ausgestattet sind. Da gibt es nur zwei Möglichkeiten. Entweder die Banken legen mehr Kapital zurück, und da gibt es eine Grenze, bis wo sie gehen können, oder sie tun das nicht, was viele Unternehmen in Deutschland, wie man gesehen hat, in die Pleite getrieben hat. Durch Basel II kommt es zu Situationen,

wo beide, Bank und Unternehmer sich den Kredit nicht mehr leisten können. Also da sehe ich für uns schon eine Chance. Aber in welcher Form sich das Ganze entwickelt ist noch schwer zu sagen, weil Banken cleverer werden und versuchen werden, andere Vehikel zu installieren, diese Unternehmen aufzufangen. Allerdings wird man davon in Österreich in nächster Zeit nicht allzu viel merken. Eine Entwicklung in diese Richtung ist nicht vor 2006 oder 2007 zu erwarten. Zurzeit ist der Markt einfach noch nicht so weit.

8.3 Interview AVCO

Interview mit Dr. Thomas Jud, 04.02.05

Dr. Thomas Jud war seit 1993 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Technologie und Regionalpolitik (InTeReg) der JOANNEUM RESEARCH in Graz. Er wechselte nach drei Jahren an das InTeReg Wien als interimistischer Leiter des Wiener Büros. 1999 gründete er mit zwei Partnern Technopolis Austria - ein Forschungs- und Beratungsunternehmen, das Teil der Technopolis Innovation Policy Research Associates ist. Seit April 2001 ist er Geschäftsführer der AVCO - Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation.

Clemens Löffler (CL): Ich möchte gleich einmal etwas provokant anfangen. In einem Artikel des Kurier (Kleedorfer, R.: Sag mir, wo die Börsengänge geblieben sind. In: Kurier Nr. 9, 10.01.2005, S. 19), in dem versucht wird zu begründen, warum es trotz einer starken Börsenperformance der Wiener Börse im letzten Jahr bis auf eine Ausnahme keine IPOs gegeben hat, meint der Aufsichtsratsvorsitzende der Raiffeisen Invest AG, Gerhard Grund, dieses Problem würde zum Teil durch eine nicht existente PE/VC-Szene, die solche Unternehmungen unterstützen soll, herrühren. Muss man diese Behauptung so stehen lassen?

Dr. Thomas Jud (TJ): Es gibt in jedem Fall eine Szene, also die Behauptung, es gäbe keine ist einfach grundweg falsch. Sie ist nur im internationalen Vergleich klein. Das ist gar keine Frage, und auch wenn man die Investitionsaktivitäten über die Jahre im Verhältnis zum BIP mit anderen Ländern vergleicht, dann sieht man, der

österreichische Markt ist entsprechend gering. Der europäische Schnitt liegt bei 0,805% und wir bei 0,05 aktuell. Er war schon deutlich höher. Es ist halt so, dass das BIP deutlich gewachsen ist, und die VC-Investitionen sind eher geschrumpft. Das war aber nicht beschränkt auf Österreich, sondern Österreich ist noch einigermaßen gut ausgestiegen. Auf europäischer Ebene ist das wirklich um über 30% heruntergefallen. Wir hatten einen Rückgang von etwa 10%. Die Szene in Österreich ist deshalb auch klein, weil es sie erst seit Mitte der 90er gibt. Es gibt eine Reihe von Gründen, die dafür verantwortlich sind. Da ist einmal eine stark von Fremdkapital geprägte Finanzierungskultur, die angeheizt wurde durch Politikmaßnahmen, die ausschließlich auf Kreditfinanzierung beschränkt waren und durch Förderpolitische Maßnahmen, die alle auf Kreditfinanzierung abzielten. Das hat sich eigentlich erst in den 80er Jahren geändert, wo man probiert hat durch ein typisch

österreichisches, das heißt ein sehr skurriles Modell die Eigenkapitalfinanzierung ein bisschen anzukurbeln. Und das geschah nicht einmal in Form richtiger Beteiligungen, sondern durch stille Beteiligungen, mittels Genussscheinmodellen. Das war rein steuerlich motiviert und ist nach einigen Jahren auch wieder von der Bildfläche verschwunden. Dann hat man sich in den 90ern wieder überlegt, was man machen könnte, um doch ein bisschen in Richtung Eigenkapitalfinanzierung zu gehen und hat eine neue Fondsstruktur konzipiert, das so genannte MFAG-Konzept, das auch wieder bestimmte Steuervorteile gebracht hat, aber in einer anderen Art und Weise. Man hat es schließlich auch geschafft, die MFAG so zu konzipieren, dass sie vor allem auch für institutionelle Investoren interessant ist, die dann auch ab Mitte der 90er stärker in solche Fonds investiert haben. Sicherlich hat da auch die Tatsache eine Rolle gespielt, dass diese PE auch auf internationaler Ebene begonnen hat anzuziehen. Man hat sich dadurch leichter von den Managementteams anwerben lassen.

CL: Ist es nicht auch ein wenig der Fall, dass es zurzeit einfach hipp ist, eine VC-Industrie im Land zu haben (Zitat Dr. Grünwald, Anm.)?

TJ: So würde ich das nicht sehen. Wir sind mit diversen Ministerien (BMF, BMWA) stark in Kontakt, von denen wir einiges wollen, und dort wäre es schön, würden wir diese Ansichten vorfinden. Ich würde ihnen zustimmen, insofern, dass man draufgekommen ist, nicht, dass es hipp ist, sondern dass man unbedingt eine solche Szene braucht. Das hat einen innovationspolitischen und einen finanztechnischen Grund. Innovationspolitisch deshalb, weil man nicht umhin kommt auch durch kleine und mittlere Unternehmen F&E-Arbeit und Innovation umsetzen zu lassen. Und schon gar nicht in einer Wirtschaftsstruktur, die zu 98% von diesen Unternehmen bestimmt wird und die 2/3 der Wertschöpfung einer

Volkswirtschaft erbringen. Kleine Unternehmen bieten einen erheblichen Vorteil in bestimmten Formen der Innovation, etwa in Technologien, wo ein entsprechend hoher Bedarf besteht, ohne dass man exorbitante Entwicklungskosten hat. Und selbst in diesen Bereichen ist es oft notwendig, die notwendigen Innovationen von kleinen Unternehmen machen zu lassen, wenn man an den Bereich der Biotechnologie denkt. Diese gesamte Sparte wird zu einem hohen Anteil von kleinen Firmen abgedeckt und ist vollkommen abhängig von einer funktionierenden VC-Industrie. Es gäbe keine Biotechszene wie sie heute aussieht, ohne VC, weil der Kapitalbedarf für staatliche Förderungen viel zu hoch ist. Ich denke da nur an Firmen wie InterCell oder Ingenion mit einmal knapp 3 und dann 40 Millionen €. Das ist nicht denkbar aus öffentlichen Geldern. Es gibt kein einziges Förderprogramm in Österreich, das in der Lage wäre, die erforderlichen Summen auch nur annähernd aufzubringen. Das schaffen nur Venture Capitalisten.

Das heißt noch einmal, aus der Unternehmenslandschaft vorgegeben, wird man Innovation von kleinen und mittleren Unternehmen betreiben lassen müssen. Und die haben, sieht man jetzt vom Biotechbereich einmal ab, nicht solche Investitionen zu leisten wie große Unternehmen wie z.B. eine Firma Siemens, aber der Aufwand ist doch beträchtlich. Und wenn man neue Ideen auf den Markt bringen möchte, geht man Risiken ein. Solche Risiken lassen sich über Kredite nicht finanzieren. Man hört immer wieder davon, die Banken seien nicht risikobereit, geben kein Geld her usw.

Das ist alles Blödsinn. Es gibt das Instrument der Kreditfinanzierung, und das ist nicht dazu geeignet Risiken zu finanzieren. Eine Bank, die ihr Geld über die unterschiedlichsten Verfahren aufbringt, der Großteil sind Sparer, denen sie die entsprechenden Sicherheiten bieten muss, die können nicht auf der anderen Seite im großen Stile in Risiken

hineingehen. Man darf ja nicht vergessen, dass ein Kreditgeber, wenn er einen Kredit mit einem einigermaßen planbaren Zinssatz vergibt, nur an einer außerplanmäßigen

Unternehmensentwicklung teilnimmt, vor der er Angst hat. Das ist seine Downside, d.h. der Bankrott des Unternehmens. Was er jedoch nicht hat, ist eine Upside, d.h. zusätzliche Partizipation an einer tollen Entwicklung des Unternehmens. Er bekommt nur, was vereinbart war. Warum soll er dann Risiken nehmen, die ihm eigentlich nur Probleme machen? In der Theorie könnte er sie zwar perfekt managen, wenn er es schaffen würde die Kreditnehmer in die richtigen Klassen einzuteilen, dazu müsste er aber exzellente Informationen haben, einen riesigen Wust an Zahlen und viel Zeit. Außerdem gibt es bei neuen Unternehmen solche Statistiken nicht, weil man eben vor etwas wirklich Neuem steht. Deshalb kann man das Risiko nicht managen und hat mit der Kreditfinanzierung ein Instrument, das das nicht finanzieren kann. Will man, dass innoviert wird von solchen Unternehmen, dann braucht man eine Finanzierungsalternative. Jetzt kann man öffentliche Gelder zuschießen. Auch da weiss man, dass Budgets beschränkt sind, und dass die Mittel, die man in solche Unternehmen einbringen kann recht bald erschöpft sind. Die Beträge die durch öffentliche Förderungen aufgebracht werden können sind in Österreich nicht mehr als 1 Mio. € Das ist viel zu wenig. Also muss man in irgendeiner Form auf ein Instrument zurückgreifen können, das Mittel poolt und auch in größerem Umfang in solche Unternehmen investiert. Man kann daher auf eine VC-Industrie unter Bedingungen einer entwickelten Industriegesellschaft mit einem starken Fokus auf Innovation, Know-How und Knowledge nicht verzichten. Es ist essentiell. Auch wenn es natürlich nur ein Nischenprodukt ist und nur eine kleine Gruppe von Unternehmen eine Finanzierung bekommen. Wenn man sich die amerikanische High-Tech Industrie anschaut, da gibt es nicht viele

Unternehmen, die nicht durch Venture Capital irgendeinmal finanziert wurden.

CL: Kann man mit der Entwicklung der Szene über die letzten zehn Jahre zufrieden sein?

TJ: Auf alle Fälle. Man kann insofern zufrieden sein, dass man in diesen 10 Jahren eine PE-Szene aufgebaut hat. Die Existenz der AVCO ist sogar ein guter Beweis dafür. Denn erst wenn man eine Szene hat, kann man sich eine Dachorganisation leisten, die man ja auch finanzieren muss. Über die wenigen Jahre von nichts weg ist das eine ganz gute Leistung. Man kann darauf aufbauen. Und das ist unser Job, hier für bessere rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen zu sorgen, im Bereich der Industriestandards was zu machen, die Funktionalisierung der Industrie voran zu treiben und dergleichen mehr. Also das Fundament ist da, und es kann darauf aufgebaut werden, was auch nötig ist. Zurücklehnen brauchen wir uns nicht. Es ist viel zu tun um unsere Szene weiter zu bringen, Rückstände aufzuholen und ihr die entsprechende Fassung zu verleihen, die sie braucht, um erfolgreich zu sein.

CL: Ist die jetzige Größenordnung ungefähr jene, von dem man ausgehen kann, auf diesem Niveau wird sich das Volumen einpendeln, oder sind größere Sprünge nach oben vorstellbar?

TJ: Es wird immer eine nette Diskussion geführt, wo behauptet wird, es ist genug Geld vorhanden, aber keine Investitionsprojekte. Belegt wird das dadurch, indem man sagt, es wurde über Jahre hinweg wesentlich mehr Geld aufgebracht, als investiert. Das sagen aber nur Leute, die nicht wissen, wie PE funktioniert. Um ein Bild zu bekommen, ob man einen Überhang hat, oder nicht, muss man auch ein anderes Bild zeichnen. Das, was als Investitionen ausgewiesen wird, sind die tatsächlichen in einem Jahr für ein Projekt aufgebrachten Mittel. Das Fundraising das man übers Jahr ausweist wird von Gesellschaften in einen Fonds

eingezahlt, der im Schnitt eine Laufzeit von 10 Jahren hat. Einmal grob gesprochen 5 Jahre Investitionsphase, 5 Jahre Deinvestition. Dadurch müssten die aufgebracht Mittel nicht mit dem selben Jahr, sondern mit fünf Folgejahren verglichen werden. Erst dann sieht man, ob dauerhaft mehr zur Verfügung steht, als gebrauch wird.

Ist dies der Fall, dann besteht offensichtlich die Erwartung, dass der Markt wachsen wird. Und die Frage, wie der Markt wächst, ist auch eine Kulturfrage. Wenn ich Unternehmen habe, die über Jahrzehnte hindurch durch Kredite finanziert wurden, und wissen, sie brauchen keine Wachstumsmodell für ihr Unternehmen entwickeln, weil das ohnehin niemand finanziert, dann komme ich auch gar nicht auf die Idee so etwas zu machen. Denn die Bank kann es nicht finanzieren. Sie kann einen sehr konservativen, langsamen Fortschritt finanzieren, aber keine großen, bahnbrechenden Sprünge und Entwicklungen. Die Gründe dafür haben wir schon genannt.

Habe ich aber eine Industrie, die so etwas macht, entwickeln die Leute nicht über Nacht die Überlegungen und Fertigkeiten, wie man Wachstumsunternehmen so konzipiert, dass ein Investor seriöserweise Geld hineinstecken kann, sondern es entsteht erst langsam eine Kultur dafür. So etwas braucht vor allem Zeit. Und so lebt die VC-Industrie eigentlich in Wechselwirkung mit der Nachfrage. Erst wenn es solche Finanzierungsformen gibt, können die Unternehmer auf die Idee kommen, ihre Firma so zu finanzieren, erst wenn sie das tun, schauen mehr Leute auf allfällige Erfolgsprojekte, entwickeln die Fertigkeiten, einen Fonds zu gründen und wollen Investoren ihr Geld hergeben. So handelt man sich dahin. Genauso läuft es auch in Österreich. Wir haben den großen Rückstand, weil wir keine Kultur für VC hatten. Die müssen wir uns jetzt über viele Jahre erarbeiten. Dann wird der Markt auch dementsprechend wachsen. Und er wird mit Sicherheit deutlich zunehmen.

CL: Meinen sie mit Kultur nur die Unternehmenseite, sprich die Entrepreneure, oder auch eine Kultur der Venture Capitalists? Denn ein großer Teil der Fondsmanager in Österreich kommt noch aus dem Bankensektor

TJ: Viele kommen schon aus dem Ausland oder sogar aus Übersee, und haben dort in VC-Häusern Erfahrung gesammelt. Aber wir brauchen nicht davon ausgehen, dass die VC-Industrie perfekt entwickelt ist, so wie sie jetzt dasteht und nur die „dummen“ Unternehmer verstehen sie nicht. Es ist ohne Frage eine wechselseitige Entwicklung, wo beide Seiten noch viele voneinander lernen müssen.

In diesem Prozess befinden wir uns auch. Zum Teil unterstützen wir ihn auch durch Standardarbeit. Ein großer Punkt ist da der Bereich der Investorenbeziehung. Wie geht man mit seinen institutionellen Investoren um, was ist internationaler Standard an Verhaltensregeln und Maßnahmen, um deren Zufriedenheit zu steigern. Wir fangen auch an das festzuschreiben. Damit den Investoren ganz klar mitgeteilt werden kann, was sie zu erwarten haben und den Fondsgesellschaften so habt ihr euch zu benehmen. Natürlich mit einem gewissen freien Gestaltungsspielraum, aber eine Infrastruktur wird festgelegt, die Transparenz schafft. Das sind alles Dinge die notwendig sind, um Professionalität in die Sache hineinzubringen. Man muss sich auf gewisse Dinge verlassen können, wenn man in die österreichische PE-Industrie investiert. Dasselbe gilt natürlich auch auf Unternehmenseite. Auch er muss sich auf gewisse Standards verlassen können. Und diese Prozesse des Festlegens von funktionellen Verhaltensstandards, aber auch des Lernens durch die VC-Szene, ist ein durchaus schmerzlicher Prozess, durch den man gehen muss. Wenn man einen Blick in die USA wirft, wo es PE schon seit Jahrzehnten gibt, hat man dort immer noch einen dynamischen Entwicklungsprozess.

CL: Dann möchte ich gleich noch einmal kurz darauf zu sprechen kommen, dass seit

Jahren das Fundraising eben deutlich über den Investitionen liegt und das als Mangel an interessanten Investitionsprojekten gesehen wird. Ist das jetzt im Augenblick wirklich so?

TJ: Wenn man eine Punkt Betrachtung macht, dann stimmt es schon, dass nicht gerade ein Überschuss an wirklich guten Projekten existiert. Projekte gibt es schon genug. Der Deal-Flow ist bei weitem größer, als das, was finanziert wird. Die Auswahlrate liegt bei ca. 2-5%. Wenn man von wirklich guten Projekten redet, dann ist es ziemlich schwer welche zu finden, und da herrscht dann auch eine entsprechende Konkurrenz unter den Fonds. Aber die Punkt Betrachtung sagt, es muss sich am österreichischen Markt noch einiges tun, bei jenen, die solche Projekte entwickeln und an die Venture Capitalists herantragen. Wenn man den Blick auf eine längere Zeitspanne legt, dann kann man aber erkennen, dass sich auf Nachfragerseite einiges tut.

CL: Ist Österreich dabei, die notwendige Kultur zu entwickeln, oder ist die Tradition der unselbstständigen Arbeit und der Kreditfinanzierung einfach zu fest verankert, um große Umbrüche zu erzielen?

TJ: Nein. Das passiert schon. Denn sonst würde es gar kein Geschäft und keine Investitionen geben. Der Wandel weg von der Kreditfinanzierung hin zur Eigenkapitalfinanzierung, dem Entwickeln von Expansionsideen auch im Buyout-Bereich passiert de facto, aber zäh. Es sind mehr und mehr Unternehmen, die das machen. Was eine große Herausforderung ist, ist der Bereich der Familienunternehmen. Denn sobald sie PE-Geber bekommen, sind sie keine mehr. Denn, das ist klar, wenn der einsteigt, wird er wieder einen Exit machen. Und das geht über einen Trade-Sale, Börse, etc. Nur im Buy-Out Fall besteht die Chance zum Releveraging und damit eine attraktive Möglichkeit des Rückkaufs. Dadurch entsteht natürlich ein völlig anderer Zugriff auf das eigene Unternehmen und das

macht es so schwierig diesen Bereich für PE zu interessieren.

CL: Sie haben früher schon erwähnt, dass die gesetzlichen Rahmenbedingungen mehr auf Eigenkapitalfinanzierung angepasst werden müssen. Wo sehen sie konkreten Handlungsbedarf?

TJ: Was sind ganz wesentliche Punkte. VC ist ein Modell, das aus vier Teilen besteht (Siehe dazu Abbildung 20). Da gibt es einmal das Element der Investoren, dann die Fonds- und Beteiligungsmanagementgesellschaften, den Teil der Portfoliounternehmen und schließlich den Aspekt des Exit.

Im Bereich der Managementgesellschaften sind vor allem die Fragen der Aufsicht ja/nein zu beantworten, und Know-How. Kann man irgendetwas dazu beitragen, dass man diesen Engpassfaktor, dieses Bottleneck erweitert. Denn nur wenn ein erfahrendes Management da ist, dann kann eine VC-Industrie funktionieren. Da ist es zum Teil Aufgabe der Dachorganisation zum Beispiel Kurse und Weiterbildungsmaßnahmen anzubieten. Aber seitens der öffentlichen Hand kann man sich überlegen so etwas zu unterstützen.

Bei den Investoren stellen sich ebenfalls Fragen in Bezug auf Aufsicht, Investitionsrichtlinien und dergleichen. Natürlich auch die Awareness und Know-How Frage, denn ein Investor in PE-Fonds, der investiert nicht in Hard-Fact-Products, das heißt börsennotierte Produkte, wo ganz klare Richtlinien und Standards herrschen, wo Informationen aufliegen, auf die man zugreifen kann und es sehr strukturierte Möglichkeiten gibt zu investieren. Das ist im PE-Bereich ganz anders. Da muss man Erfahrung und Know-How mitbringen, wie geht man mit diesem Bereich um, wie wähle ich die geeigneten Managementteams für Investitionen aus und dergleichen mehr. Da sind aufsichtsrechtliche Fragen im Zusammenhang mit den veranlagungstechnischen Richtlinien der institutionellen Investoren und die Frage des Know-Hows zu berücksichtigen. Das klingt alles sehr abstrakt. Wie schafft

man Awareness? Aber es gibt Ansätze. Der IEF in Deutschland mit seiner Dachfondsinitiative versucht in dem Bereich etwas auf die Beine zu stellen und als Signalgeber zu fungieren auch Investoren bei Investments in Fonds mitzuziehen, denen zu zeigen, wie ein erfahrener europäischer Investor gewisse Sachen angeht und Möglichkeiten zu bieten daraus zu lernen.

Dann hat man die Fonds. Sie empfangen Geld und geben es weiter. Dazu braucht man entsprechende rechtliche und steuerliche Strukturen. Das hat sehr stark den Aspekt der Rahmenbedingungen drinnen. Diese Strukturen sind aber wesentlich weiter gefasst und beziehen die ganze Umgebung mit ein, die strategischen Investoren, alle Unternehmen, die mit Privat Equity nicht primär in Verbindung stehen. Also wenn man hier von Rahmenbedingungen spricht, ist man nicht eng auf PE fokussiert, wie zum Beispiel im Bereich der Investorenrichtlinien, sondern auf die ganze Welt der Unternehmen. Deshalb ist es auch so schwierig, Rahmenbedingungen zu schaffen, die für PE vorteilhaft sind. Aber sie sind wichtig. Förderpolitische Dinge sind auch hier angesiedelt, und die haben zum Teil einen sehr engen Bezug zu VC. Und dann gibt es noch die ganzen Kapitalmarktsachen. Dort findet der Trade-Sale und der IPO statt. Da geht es um Regelungen der Transparenz, des Handelssystem der jeweiligen Börsen, das M&A-Geschäft, etc.

Ich kann entlang unseres PE-Modells schon deutlich sehen, wo denn die politischen Ansatzpunkte sind. Unser Papier „Bessere Rahmenbedingungen für PE/VC in Österreich“ beschäftigt sich vor allem mit den Bereichen der Investoren und der Beteiligungsgesellschaften. Den ganzen Aspekt der Beteiligung in die Betriebe haben wir aus unserem Vorschlag ausgespart, weil wir gesagt haben, die ganze rechtliche und steuerliche Infrastruktur, sowie die Förderpolitik in Österreich passen nicht zum PE-Geschäft. Das muss im Grunde neu konzipiert werden, will man dem Ganzen einen guten

Fit geben. So etwas geht natürlich nur in kleinen Schritten.

Wenn man bei den Fondsstrukturen ansetzt, da gibt es Probleme mit der MFAG, die die EU-Kommission abschaffen wollte und immer noch will. Da ist eine alternative Struktur zu suchen. Dabei müssen aber auch die Investoren einbezogen werden, denn die müssen dort wieder investieren. Deshalb beschäftigen wir uns derzeit vor allem mit diesen Aspekten.

CL: Die VC-Szene ist ja kein autarkes System. Rundherum gibt es ja, um es mit modernen Worten zu schmücken den PE-Cluster, mit den Anwälten, Steuerberatern, Corporate-Finance-Fachleuten, M&A-Beratern usw., die sich mit VC befassen, aber nicht ausschließlich damit zu tun haben. Ist dieser notwendige Cluster schon in ausreichendem Maße vorhanden?

TJ: Sie haben recht, das ist ein entscheidender Punkt. Die VC-Industrie kann nur bestehen wenn das Umfeld mit den entsprechenden Beratern vorhanden ist. Man braucht sie, um ordentliches Investieren in Fonds zu ermöglichen, man braucht sie um Beteiligungsverträge aufzusetzen und schließlich einen geeigneten Exit zu gestalten. Dieses Umfeld hat sich auch ganz gut entwickelt. Wir haben in der Zwischenzeit seit unserer Gründung 2001 mit 7 Fonds uns auf 25 gesteigert und haben zusätzlich 31 assoziierte Mitglieder, die nur aus der Beraterszene kommen.

CL: Als ich bei meinen bisher geführten Interviews die Frage gestellt habe, wie die Einführung von Basel II auf die VC-Szene wirken wird, äußerte man sich eher vorsichtig und zurückhaltend. Was haben sie für Zugang zu diesem Reizwort Basel II?

TJ: Ich sehe die Entwicklung schon eher positiv. Basel II hat zwei Komponenten. Die eine hat eine positive Wirkung für uns. Basel II ist ein aufsichtsrechtliches Instrument, die Beschaffungs- und die Investitionsseite der Banken so in Einklang

zu bringen, dass diese einigermaßen eine Kapitalsicherheit garantieren können. Dadurch werden riskante Kredite für Banken viel teurer. Dadurch müssen wesentlich mehr Unternehmer sich Alternativen suchen. Das ist eine Chance für uns. Der negative Effekt ist jedoch auch nicht zu unterschätzen. Equity-Exposures von Banken werden vom Basel II Komitee mit kritischen Blicken bedacht. Wie es derzeit aussieht, sind solche Exposures in Zukunft mit 4mal mehr Eigenkapital zu unterlegen als bisher. Das wären dann nicht mehr die 8%, sondern 32%. Das erhöht die Opportunitätskosten der Banken erheblich. Das hieße, dass die Performance der Venture Capitalisten deutlich besser werden müsste, um eben diese erhöhten Opportunitätskosten wieder zu neutralisieren. Das wird im Endeffekt die Bereitschaft von Banken, in PE zu investieren deutlich reduzieren. Das wäre ein negativer Effekt, der den Positiven, vor allem kurzfristig, bei Weitem übersteigen könnte. Würde das eintreten, könnte das für die PE-Industrie eine Katastrophe bedeuten.

CL: Wird dem entgegengesteuert?

TJ: Wir tun da weniger, einfach weil wir eine kleine Organisation in einem kleinen Land sind. Aber die EVCA ist da sehr aktiv und wird eine Lösung finden, denn das ist ja kein rein österreichisches Problem. Von ihr ausgehend findet das auch ein ganz anderes Gehör.

CL: Die Struktur, dass Banken in ganz Europa die größten Investoren in VC sind, wird, einmal abgesehen von der Basel II Problematik als ungünstig angesehen. Warum ist das so?

TJ: Ein Investor in einen PE-Fond sollte eine spezifische Portfoliostruktur haben. Wenn er einige Prozent in die PE-Industrie investiert hat, sollten das Gelder sein, die über entsprechend lange Zeitspannen binden kann. Das haben Pensionsfonds ohne Schwierigkeiten, und Versicherungen mit z.B. Lebensversicherungen auch. Banken haben das nicht. Sie haben zwar

enorm große Portfolios, und natürlich können sie statistisch sagen, was bleibt on stock und was schlägt sich wie schnell um, aber es ist nicht in dem Maße klar und verlangt eine intensivere Aufsicht.

Das ist aber das unwichtigste Problem. Wobei das nicht unwesentlich ist, und der entscheidende Grund, warum Privatinvestoren für PE nicht interessant sind. Sie haben einfach einen anderen Liquiditätsbedarf als institutionelle Investoren.

Banken können das durchaus managen. Banken sind aber oft, vor allem in Österreich, Universalbanken und sind im Kreditgeschäft tätig. Als Fremdkapitalgeber sind sie mit Interessenskonflikten belastet, wenn sie in PE investieren. Als Fremdkapitalgeber gebe ich eine spezifische Form des Kapitals in das Unternehmen hinein, und das mit einem ganz anderen Interesse, als dass das ein PE-Geber tut. Die genauen Gründe haben wir schon erläutert. Die Bank möchte nur ihr Kapital mit einem gewissen Zinssatz wieder zurück. Der Unternehmer und auch der Venture Capitalist sind nicht zwingend an geringem Risiko interessiert. Die wollen was verdienen. Und das passiert nur, wenn sie bereit sind, ein gewisses Risiko auf sich zu nehmen. Wenn die Bank aber in VC investiert, dann entstehen Verwicklungen und Zusammenhänge, die ein professionelles Geschäft nicht mehr ganz leicht machen. Die Banken könnten in Versuchung geraten, ihre schlechten Projekte ihren Fonds unterzujubeln. Und selbst wenn das nicht so ist, aber ich bin dort Investor und dort Kreditgeber (siehe dazu das Modell aus Abbildung 20) und habe unter Umständen im Fond Governancemöglichkeiten, die ich als Kreditgeber nicht hätte. Da kommt es zu Interessenskonflikten. Da können ganz unangenehme Konstellationen entstehen. Dazu kommt, vielleicht als dritter Aspekt, dass Banken als Fremdkapitalinvestoren in Unternehmen ein strategisches Interesse am Finanzierungsmarkt, das sie unterscheidet vom strategischen Interesse des Beteiligungskapitalgebers. Und dann

sind sie plötzlich zusammengespannt. Das kann auch Spannungen erzeugen. Versicherungen und Pensionsfonds haben das nicht. Kein strategisches Interesse am Finanzierungsmarkt und ohne dem Problem möglicherweise an zwei verschiedenen Seiten Investoren in Unternehmen vielleicht sogar im Gleichen zu sein. Das sind Gründe, warum man mit Banken als Investor nicht ganz glücklich ist.

Außerdem neigen sie dazu Captives aufzubauen, wo sie besonders starken Zugriff haben, ein bisschen launisch agieren, heut wird investiert, morgen nicht. Wobei die Launenhaftigkeit bei Banken bei Weitem nicht so ein Problem ist wie bei Corporate Venturern.

Aber ich möchte noch einmal auf die Basel II Frage zurückkommen, da ich vielleicht den negativen Aspekt ein wenig stärker betont habe.

Ich kenne diese Aussagen, dass viele meinen, es wird nicht viel herauskommen bei Basel II. Ich glaube auch, dass das am Anfang durchaus zutreffen wird. Genauso bin ich davon überzeugt, dass Unternehmer das PE-Angebot erst Schritt für Schritt wahrnehmen, dass das einsickern muss, dass erst eine Kultur entstehen muss, und dass man nicht von heute auf morgen in der Lage ist, glaubhafte Expansionsprojekte auf den Tisch zu zaubern, die für einen PE-Geber interessant sind, wenn man 40 Jahre vorher das gar nicht konnte, weil es nur Kreditvehikel gab. So etwas muss erlernt werden. So bin ich der Ansicht, dass Basel II einen Druck auf die Unternehmer ausüben wird, der nach und nach dazu führen wird, dass man die Eigenkapitalfinanzierung stärker in den Mittelpunkt rückt. Das wird durchaus einen positiven Effekt auf die VC-Industrie

haben. Sie wird es vor allem dort haben, wo hohe Finanzierungsrisiken im Spiel sind. Denn Banken haben ja, vor allem in Österreich, weil keine Alternativen verfügbar waren, durchaus Risiko finanziert, nur mit einem Instrument, das dafür nicht geeignet war. Man hat über das Hausbankenprinzip probiert, diese Defizite, die in der Kreditfinanzierung stecken, ein bisschen aufzuheben, durch besseren Informationszugang, die eine enge Bindung zwischen dem Finanzier und dem Unternehmen zu schaffen.

Dort, wo hohe Risiken sind, bei Innovationsprojekten, Expansionsprojekten, wird sich das hohe Risiko auf Grund der Basel II – Richtlinien zu Buche schlagen.

Aber das wird nicht sofort, sondern erst im Laufe einer längeren Periode bemerkbar sein.

CL: Jetzt hätte ich nur noch eine Frage wegen einer Statistik aus dem letzten EVCA-Yearbook. Da werden Privatinvestoren mit 13% der Investitionen ausgewiesen. Hat das einen speziellen Grund?

TJ: Kann ich ihnen jetzt nicht genau sagen, aber das dürften Stiftungen, die von der EVCA auch als Privatinvestoren angesehen werden. Das sind reiche Leute, die aus steuerlichen Gründen so eine Rechtsstruktur schaffen. Diese Stiftungen haben von diesen unglaublich viel Geld und müssen das in irgendeiner Form investieren und gehen natürlich auch in PE. Aber solche Ausreißer muss man in Österreich vorsichtig betrachten, da durch die kleinen Volumina schnell eine kurzfristige Spitze erreicht wird. Ähnliches geschah letztes Jahr bei den Funds of Funds.

8.4 Interview AWS

Interview mit Mag. Harald Schürz 18.04.05

Mag. Harald Schürz ist seit 2003 Prokurist und Leiter des Bereiches Eigenkapital & Kapitalmarkt, zuständig für sämtliche Risikokapitalinitiativen der vormaligen FGG, Bürges und Innovationsagentur sowie Entwicklung neue Instrumente für den Kapitalmarkt (derzeitiges Obligovolumen unter Verantwortung ca. EUR 1,1 Mrd.).

Clemens Löffler (CL): In einem Artikel des Kurier (Kleedorfer, R.: Sag mir, wo die Börsengänge geblieben sind. In: Kurier Nr. 9, 10.01.2005, S. 19), in dem versucht wird zu begründen, warum es, trotz einer starken Börsenperformance der Wiener Börse im letzten Jahr bis auf eine Ausnahme keine IPOs gegeben hat, meint der Aufsichtsratsvorsitzende der Raiffeisen Invest AG Gerhard Grund, dieses Problem würde zum Teil durch eine nicht existente PE/VC-Szene, die solche Unternehmungen unterstützen soll, herrühren. Bei vergangenen Interviews mit Fondsmanagern wurde das kategorisch zurückgewiesen. Die AWS hat einen etwas distanzierteren Zugang zu diesem Thema. Können/Müssen sie dem zustimmen?

Mag. Harald Schürz (HS): Die derzeitige Situation ist natürlich schwierig. Einerseits ist die Szene klein und benötigt dringend Impulse, andererseits ist das nötige Vertrauen nicht vorhanden und es gibt Tendenzen einiger Investoren, sich wieder aus dem Markt zurück zu ziehen. Das heißt, im Moment gibt es noch einen Markt und Fonds die investieren. Die Frage ist, wohin wird sich dieser Markt entwickeln?

Derzeit sieht es so aus, dass sich viele, die noch auf dem Markt sind, aus diesem zurückziehen werden.

CL: Betrifft das eher banknahe Gesellschaften?

HS: Nein. Das geht quer durch die Branche. Die Unterscheidung ist eher zwischen Venture Capital, also reiner Frühphasenfinanzierung, und Private Equity zu treffen. Bei PE besteht die

Gefahr des Rückzuges meines Erachtens weniger. Für institutionelle Investoren waren die Erfahrungen der letzten Jahre im VC-Segment aber eher durchwachsen. Und ob daher die Bereitschaft vorhanden ist, weiter in VC-Fonds zu investieren, ist ein Fragezeichen.

CL: Die AVCO behauptet, die Beteiligungsindustrie in Österreich stehe am Anfang eines Aufschwunges. Nach ihrer Meinung wird der sich allerdings auf PE beziehen, während die Aussichten für VC schlecht sind. Habe ich das so richtig verstanden?

HS: So ist es zumindest anzunehmen. Vom Verständnis für die VC/PE-Industrie und den Risikokapitalmarkt hat Österreich sicher extrem aufgeholt und ist sicher besser positioniert als noch vor 5 Jahren. Eine Hilfe hierfür sind selbstverständlich auch erfolgreiche IPOs wie jener von Intercell, die als kleine Firmen mit VC angefangen haben und heute an der Börse sind. Das waren jedoch Ausnahmeerscheinungen und im Großen und Ganzen war es für die meisten Investoren bisher eher eine Enttäuschung.

CL: Spielen da auch die als eher mäßig bezeichneten Ausstiegsmöglichkeiten eine Rolle?

HS: Natürlich, aber ich denke, man muss das relativ sehen. Der moderne Kapitalmarkt ist ja nicht in Österreich erfunden worden. Was Kapitalmarktaktivitäten betrifft sind wir Nachzügler. Historisch war man sehr bankfinanziert und man hat erst langsam begonnen Kapitalmarktfinanzierungen nachzufragen. Das war 97/98 gemeinsam

mit einer großen weltweiten Euphorie wo v.a. in Amerika und England begonnen wurde im großen Stile zu investieren. So rechnete man in Österreich ebenfalls mit schnellen und hohen Renditen. Einige Geldgeber sahen lukrative Möglichkeiten in diesem neuen Markt. Verstärkt wurde diese Meinung dadurch, dass im Nachbarland Deutschland die Szene mit ihrem breiten Publikum ebenfalls kräftig angezogen hatte. Die institutionellen Investoren sahen die Möglichkeit, schnell gute Geschäfte zu machen. Ex post war es vom Timing relativ unglücklich. Denn schon wenige Jahre darauf, 2002, kam der Zusammenbruch, was viele Investoren stark verunsicherte. Dieses Geschäft lebt nicht von kurzfristigem Spekulieren, sondern langjähriger Arbeit und Erfahrung. Im Durchschnitt kann man natürlich gute Erträge erzielen, aber für 3, 4, 5 Jahre kann man keine Ableitungen für die Zukunft anstellen.

CL: Der Effekt durch das Platzen der Blase war in Österreich besonders stark, da es noch keine gewachsenen Strukturen gibt. In einem reiferen Markt, wo man die Auf und Abs kennt, wird man diese Ereignisse lockerer sehen?

HS: Freilich. Wie das so ist im Leben. Wenn sie Imker und 30 Jahre im Geschäft sind, wird sie ein Bienenstich nicht weiter stören. Wenn sie neu anfangen und bekommen gleich fünf Stiche, werden sie's bald bleiben lassen. So ist es auch hier. Englands große Fonds sehen es als Bestandteil ihrer Strategie, dass man in VC/PE veranlagt. Das war immer so und wird immer so sein. Da kennt man sich aus. In Österreich war es so, dass man ohne einschlägige Erfahrung auf einen fahrenden Zug aufgesprungen ist und leider damit nicht sehr gut fuhr. Dann ist natürlich die Versuchung groß, zu sagen: „Lassen wir das lieber sein, es funktioniert nicht“. Zumal jeder Manager in Banken und Versicherungen sehr auf seine Performance schauen muss. Der lange Veranlagungszeitraum mit anfangs meist hohen Verlusten, stellt eine große

Herausforderung dar. Nicht immer ist mit Rückendeckung der Chefetage zu rechnen, wenn man Verluste mit PE einfährt. Dazu kommt, dass die meisten Investoren eingesessene Bankfachmänner sind, die aber zu PE noch wenig Zugang haben.

CL: Also die fehlende Erfahrung der Manager spielt eine große Rolle?

HS: Natürlich. Man hat Neuland betreten. Die erste Erfahrung war anfänglich ein bisschen „Hurra“, aber dann ging es schnell in die andere Richtung. Vor diesem Hintergrund wird die zu erwartende Reaktion sein, dass manche sich aus diesem Geschäftsfeld eher wieder zurückziehen. Da ist es sicherlich auch die Aufgabe einer staatlichen Organisation wie der AWS, dass man Vertrauen schafft. Es ist schön, wenn z.B. eine Biotechfirma wie Intercell einen IPO schafft. Aber das alleine ist noch nicht genug.

Es muss Verständnis dafür geschaffen werden, dass man als einzelnes Unternehmen oft nicht viel ausrichten kann. Das ganze Umfeld muss stimmen. Oft kann man für gewisse Bedingungen nichts dafür. Da spielt das finanzielle Klima eine Rolle, das Vertrauen der Investoren, auch die Finanzmärkte. Wenn Aktienmärkte aus irgendeinem Grund auf Talfahrt sind, dann fehlt der Grundoptimismus, wodurch es sehr schwer wird, für Risikokapitalprojekte Geld einzuwerben.

CL: Beteiligungskapital wird von Unternehmerseite jedoch auch wenig nachgefragt. PE wird nicht als Finanzierungsalternative gesehen, sondern eher als letzter Ausweg.

HS: In Österreich waren Unternehmen traditionell immer zu stark kreditfinanziert. Ein alternativer funktionierende VC/PE Markt wird daher in Österreich noch selten als eine gemeinsame Chance verstanden. Die Notwendigkeit, sich risikoreiche Projekte mit Eigenkapital zu finanzieren, wird aber mit der Einführung von Basel II steigen. Aber im Moment betrachten viele Unternehmer die Notwendigkeit, ihre

Eigenkapitaldecke aufzustocken, noch nicht als wirklich akut.

CL: Sie haben bei der AWS ja relativ viel mit Unternehmensgründungen und Innovationsprojekten zu tun. Stimmt es, dass es in Österreich relativ wenig in diesem Bereich passiert? Vor allem in High-Tech Bereichen?

HS: Das würde ich eigentlich nicht so sehen. Es könnte natürlich immer mehr sein, aber gerade die Finanzierung im Frühphasenbereich ist im Moment sehr schwierig. Viele Frühphasenfinanzierer haben gesehen, dass das Risiko exorbitant hoch ist und die Möglichkeiten einer profitablen Veräußerung derzeit sehr schwierig ist. Das sind teilweise auch die schon angesprochenen fehlenden IPO-Möglichkeiten. Aber auch bei Trade Sales gibt es Probleme. Ein Frühphaseninvestment zu verkaufen, ist nicht einfach. Diese Firmen sind meist noch nicht eigenfinanzierungsfähig. Bis der Cashflow einer Technologiefirma positiv ist, vergehen Jahre und verbraucht extrem viel Kapital, das die kleinen VC Fonds in Österreich nicht bereitstellen können.

CL: Hier tritt dann die AWS als Hilfesteller auf, um dennoch Finanzierungen zustande kommen zu lassen. Welcher Förderinstrumente bedient man sich da? Den Hauptbereich in diesem Segment stellen die Kapitalgarantien dar?

HS: Die Kapitalgarantien zielen in Richtung institutionelles Kapital, diesen also zur Aufbringung von Investorengeldern für VC/PE Fonds. Die Mobilisierung von Risikokapital ist also der Hauptzweck der Kapitalgarantien, dieses Instrument stellt aber im Grunde genommen keine eigentliche Förderung dar. Für Projekte gibt es aber zusätzlich eine Menge von AWS-Förderinstrumenten wie Zuschüsse, Eigenkapitalgarantien, Double Equity, Kredithaftungen, Seedfinance und so weiter.

CL: Auf Fondsebene gibt es jedoch nur die Kapitalgarantien?

HS: Ja. Die sind aber, wie bereits gesagt, keine Förderung.

CL: Werden diese Garantien viel nachgefragt?

HS: Es ist so, dass man in Österreich ohne den Einsatz von Kapitalgarantien, eigentlich keinen VC/PE-Fonds in einer sinnvollen Größenordnung (ca. EUR 20-30 Mio.) mehr closen kann. Bei PE-Fonds ist das fundraising vielleicht noch ein wenig leichter, aber in diesem Segment sind für einen Fonds ca. EUR 40 – 50 Mio notwendig und ich habe daher auch in diesem Segment keinen Fonds gesehen, der ohne AWS-Kapitalgarantien ausgekommen wäre. Somit stellen die AWS-Garantien praktisch eine Grundvoraussetzung für ein erfolgreiches fundraising dar.

CL: Dr. Jud meinte in meinem Gespräch mit ihm, dass die gesamten Rahmenbedingungen inklusive Förderinstrumente nicht zum PE-Geschäft passen würden.

HS: Ich glaube nicht, dass er damit die Kapitalgarantien gemeint hat. Es gibt, meiner Meinung nach, eher Strukturprobleme mit gravierenderem Handlungsbedarf wie etwa die der MFAG.

CL: Ich habe das eher so gemeint, dass vor allem die Unternehmensförderungen fast allesamt wieder auf Kreditvergabe orientiert sind. So etwa das ganze Konstrukt der ERP-Fonds. Es werden wenige Anreize zur Verbesserung der Eigenkapitalausstattung gegeben.

HS: Es stimmt, dass bei der klassischen Unternehmensförderung sehr viele Kredite vergeben werden. Aber auch Eigenkapitalbereich garantieren wir beträchtliche Summen. Bei den Kapitalgarantien sind das derzeit ca. EUR 700 bis 800 Millionen und bei den Eigenkapitalgarantien sicherlich auch EUR 200-300 Mio.

CL: Gibt es viele Probleme mit Missbrauch bei den Garantien?

HS: Prinzipiell gehe ich natürlich davon aus, dass es in Einzelfällen eine missbräuchliche Verwendung geben kann. Aber ich denke wir können mit der Disziplin ganz zufrieden sein.

CL: Sind sie der Meinung, dass sich in Österreich ein PE Markt etablieren kann, der etwaige Tiefen übertauchen und auf eigenen Füßen stehen kann?

HS: Bei PE denke ich eigentlich schon. Eine eigene österreichische PE Szene wird es sicher geben, aber nicht eine, die nur innerhalb der Grenzen agiert. Das wird länderübergreifend erfolgen.

CL: Kann man, auch im Zuge der Basel II Diskussionen, ein Umdenken oder eine Tendenz zu einer besseren Eigenkapitalausstattung erkennen?

HS: Wenn die Basel II Regelung dann schlussendlich in Kraft tritt, hoffe ich schon auf einen deutlichen Impuls. Diesbezüglich wird das Thema Eigenkapital und eine ausreichende EK-Quote sicher viel wichtiger werden.

CL: Halten sie die Investors Relations Leitlinien für sinnvoll?

HS: Ich glaube sehr wohl, dass solche Initiativen sehr sinnvoll sind. Das wichtige daran ist der Effekt der Investorenüberzeugung. Alles was Aufklärung und Know-how Vermittlung dient, kann nur nützen. Denn auch bei Investoren gibt es einen

Generationenwechsel. Einen Banker, der 30 Jahre bei einer Bank angestellt ist, wird man nicht einfach zu einem Equityinvestor machen. Aber auch dort kommt eine Nachwuchsgeneration, die mehr Interesse und Zugang zu dem Thema Risikokapitalfinanzierung hat. Da kann es nicht schaden, wenn Corporate Governance und Investorenbetreuung auf einem professionellen Niveau eingeführt wird.

CL: Dann hätte ich nur noch eine Frage bezüglich der Verknüpfungen der einzelnen AWS-Programme. Gibt sich die AWS zum Beispiel für ihr Uni-Venture-Programm, bei dem sie als Venture Capitalist auftritt, selbst Kapitalgarantien?

HS: Sie meinen das im Bezug auf wettbewerbsverzerrende Wirkungen. Das ist sicher ein kritisches Thema. Das Uni-Venture-Programm wird von Mitarbeitern der AWS gemanagt, die Entscheidungsgewalt bei Investments liegt eigentlich beim Sponsor des Programmes, in diesem Fall die BAWAG. Somit ist das nicht unbedingt eine Wettbewerbsverzerrung.

Ich glaube nicht, dass die AWS jemals einen eigenen Fonds initiiert, bei dem die AWS selbst Geld in Projekte investiert und damit den privaten Markt stört. Wenn, dann höchstens in Form einer Ko-Investition in Verbindung mit einem privaten Lead-Investor, wie das z.B. die SFG in der Steiermark praktiziert.

9. ZUSAMMENFASSUNG

Trotz der großen Zahl an Definitionsmöglichkeiten und Abgrenzungen konnte bis dato keine klare, absolut anerkannte Definition von Venture Capital gefunden werden. Allerdings lassen sich Venture-Capital-Finanzierungen durch bestimmte Merkmale charakterisieren: Es handelt sich dabei um eine zeitlich begrenzte Eigenkapitalbeteiligung, die mit aktiver Managementunterstützung verbunden ist und jungen, innovativen Wachstumsunternehmen in frühen Entwicklungsphasen langfristig zur Verfügung gestellt wird. Der bereits im Voraus geplante Ausstieg (Exit) des Kapitalgebers ist dabei auf eine möglichst hohe Wertsteigerung des Unternehmens ausgerichtet.

Im Zuge einer Venture-Capital-Finanzierung wird dem Unternehmen Eigenkapital zugeführt, wobei der Kapitalgeber auf die Rückzahlung seines Kapitals sowie die Verrechnung eines Entgelts für die Kapitalbereitstellung verzichtet und vor allem auf eine langfristige Wertsteigerung setzt. Die erwirtschafteten Cashflows verbleiben für wertsteigernde Aktivitäten wie Innovationen und Kapazitätsausweitungen im Unternehmen und fließen nicht an den Kapitalgeber zurück. Die Zahlungsverpflichtungen sind somit an die Gewinnentwicklung gebunden.

Ein weiterer Vorteil einer Venture-Capital-Finanzierung besteht darin, dass eine solide Eigenkapitalbasis auch positive Auswirkungen auf Lieferanten, Kunden und zukünftige Kapitalgeber hat, die dem Unternehmen automatisch eine höhere Bonität beimessen. Dadurch wird nicht nur die Basis für weitere Fremdfinanzierungen erhöht, sondern auch attraktivere Konditionen ermöglicht. Natürlich erhöht ein größerer Eigenkapitalanteil auch die Umsetzungsgeschwindigkeit von Unternehmenskonzepten, womit eine im Idealfall dominante Marktposition schneller erreicht wird. Die Venture-Capital-Finanzierung ist somit die ideale Finanzierungsform für junge Wachstumsunternehmen, die ohne ausreichende Eigenkapitalbasis ihre Innovationen nicht entwickeln könnten.

Betrachtet man den Ablauf einer Venture-Capital-Finanzierung, so lassen sich zunächst die Beteiligten in zwei Kategorien einteilen: die Risikokapitalnehmer und Risikokapitalgeber. Bei den Risikokapitalnehmern handelt es sich um Unternehmen, die aufgrund innovativer Ideen über ein hohes Marktpotenzial verfügen, aber nicht das nötige Kapital besitzen, um diese Ideen auch zu verwirklichen. Diese Unternehmen haben die Möglichkeit, eine Kapitalbeteiligung eines Risikokapitalgebers in Anspruch zu nehmen und somit zu einem Beteiligungsunternehmen zu werden. Die Risikokapitalgeber bringen zusätzliches Kapital in Unternehmen ein und erwarten sich im Gegenzug für die Übernahme des hohen

Investitionsrisikos eine entsprechend attraktive Wertsteigerung der Unternehmensanteile sowie diverse Mitsprache- und Kontrollrechte im Beteiligungsunternehmen.

Der Ablauf einer Venture-Capital-Finanzierung verläuft idealtypisch in sechs Phasen. Zu allererst muss die Managementgesellschaft Investoren finden, um einen Fonds auflegen zu können. In der nächsten Phase, der Beteiligungsakquisition, auch „Deal Flow“ genannt, nimmt die VC-Gesellschaft Kontakte zu Unternehmen auf, die als mögliche Portfoliogesellschaften in Frage kommen. Dann werden diese mittels einer Beteiligungswürdigkeitsprüfung auf ihre Tauglichkeit für dieses Finanzierungskonzept überprüft. Nach gelungenen Beteiligungsverhandlungen startet die bis zur Deinvestitionsphase gewährte Managementunterstützung für das betreute Unternehmen. Schließlich erfolgt der Exit über eine Veräußerung der Firmenanteile.

Laut der Agency Theory wird der in der Regel besser informierte Agent (in diesem Fall der Unternehmer) primär sein Eigeninteresse vertreten und dabei dem Prinzipal (dem Investor), der das Verhalten des Agenten nicht vollständig und unmittelbar kontrollieren kann, schaden. Zur Reduktion dieser Unsicherheiten werden Institutionen zwischengeschaltet, die sich auf die Beschaffung der in diesem Zusammenhang relevanten Informationen spezialisiert haben, wie das bei VC-Gesellschaften der Fall ist.

Ein Unternehmen durchläuft in seiner Entwicklung – von der Produktidee bis zum Börsengang – verschiedene Phasen, die durch unterschiedliche Risiken und Kapitalerfordernisse sowie typische Kapitalgeber gekennzeichnet sind. Mit dem steigenden Reifegrad einer Unternehmung geht auch ein bestimmter, meist stetig wachsender Kapitalbedarf einher. Öffentliche Förderungen stehen immer weniger zur Verfügung und Kreditinstitute haben noch kein Interesse an einem größeren Engagement. Aus diesem Grund benötigen erfolgreiche, wachstumsorientierte Unternehmen je nach Wachstumsphase unterschiedliche, das Risiko mittragende Beteiligungspartner, die jeweils für diese Phase maßgeschneiderte Lösungen anbieten können. Im Zuge dieser Betrachtung haben sich folgende Phaseneinteilung als vorteilhaft erwiesen: Early Stage / Expansion Stage / Late Stage / IPO (Initial Public Offering) / P2P (Public to Private).

Die Wurzeln von Venture Capital sind in den USA zu finden, wobei nach dem 2. Weltkrieg mit der ARD (American Research and Development Corporation) die erste Beteiligungsgesellschaft gegründet wurde. Die damalige US-Regierung hat die Entwicklung des Venture-Capital-Marktes durch zahlreiche Unterstützungsmaßnahmen vorangetrieben, um Investitionen zu fördern. In den 80er Jahren setzte dann der eigentliche Boom ein, der die

USA zum Vorreiter für Venture Capital machte – über 30 Jahre nach Gründung der ersten Beteiligungsgesellschaft. Betrachtet man die Entwicklungsgeschichte von Venture Capital in den USA, so darf man nicht vergessen, dass diese vorwiegend von zwei Bundesstaaten getragen wird: Kalifornien und Massachusetts. In den übrigen Staaten spielt Venture Capital eine vergleichsweise geringe Rolle.

Im Gegensatz zu den USA weist Europa eine noch relativ junge Geschichte auf. Abgesehen vom Venture-Capital-Markt in Großbritannien, der mit Abstand der größte und älteste ist, fällt in den anderen europäischen Ländern die Entstehung einer Risikokapitalindustrie in die Zeit der frühen 80er Jahre des vergangenen Jahrhunderts. Grund für diese Entwicklung war das, politisch motivierte, Bestreben, einen Markt für Frühphasenfinanzierung und Risikokapital, eben nach dem Vorbild der USA, zu entwickeln. Die Entstehung der einzelnen VC-Märkte ist innerhalb Europas von deutlichen Unterschieden geprägt. Der am weitesten entwickelte Beteiligungsmarkt in Europa ist mit großem Abstand Großbritannien. Österreich liegt bei den investierten Mitteln im Verhältnis zum BIP an einer der hintersten Plätze Europas.

In Österreich kann man von einer Venture Capital-Szene erst seit 1994 sprechen, als im Zuge einer Steuerreform die Fondsstruktur der Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft (MFAG) geschaffen wurde und einige nationale Fördereinrichtungen Anreize zu einer Eigenkapitalfinanzierung zu setzen begannen. Diese Einrichtungen und der in Österreich einsetzende Konjunkturaufschwung bewirkten eine äußerst dynamische Entwicklung der Venture Capital-Szene, in der zahlreiche Fonds aufgelegt wurden. Durch das Ende des New Economy-Hypes wurde diese Entwicklung jedoch jäh gestoppt und das Wachstum stagniert seit diesem Zeitpunkt.

Seit ihrer Einführung ist die MFAG die übliche Struktur, nach der Fonds in Österreich aufgelegt werden. Sie ist sehr auf nationale Projekte und der Belebung des heimischen Risikokapitalmarktes fokussiert. Das Kapital kommt großteils von Banken und wird vorwiegend in Expansionsprojekte investiert. Obwohl High-Tech-Projekte üblicherweise das größte Wertsteigerungspotential haben, wird in Österreich viel Geld, mehr als 50% im Jahr 2003 an Low- bis Medium-Tech-Unternehmen vergeben. Die für einen Venture Capitalisten als lukrativste geltende Exit-Möglichkeit, der IPO, ist in Österreich eine eher seltene Erscheinung. So konnte in den Jahren 2001 bis 2003 überhaupt kein IPO an der Wiener Börse realisiert werden. Auch im vergangenen Jahr 2004, in dem der Wiener Börsenindex ATX mit einem Wertzuwachs von 57% ein hervorragendes Jahr zu verzeichnen hatte, konnte mit Betbull lediglich ein neues Unternehmen an die Börse gebracht werden.

Die heimische Szene hinkt dem europäischen Durchschnitt immer noch deutlich nach. Grund dafür sind, neben der erst kurzen Existenz eine Vielzahl an Problemen und Einschränkungen, mit denen die Akteure konfrontiert sind.

Ein bedeutendes Problem stellt das Konstrukt der MFAG dar. Bei der Einführung der MFAG wurden industrie- und regulierungspolitische Ziele verfolgt. Ihre Bedingungen sind teilweise sehr rigide formuliert und werden damit dem dynamischen Charakter der Beteiligungskapitalindustrie mit einer starken internationalen Ausrichtung nicht gerecht und erzeugen in der Folge sogar Wettbewerbsnachteile für österreichische VC-Geber. So sind etwa nur Minderheitsbeteiligungen gestattet, Investitionen in ausländische Projekte lediglich zu einem geringen Prozentsatz erlaubt und gewisse Branchen wie Energieversorgungsunternehmen und Finanzdienstleister von der Finanzierung durch VC ausgeschlossen.

Weiters wird die MFAG von der Europäischen Union als illegale Beihilfe angesehen und es gibt Bestrebungen, sie zu verbieten.

Die österreichische Gesellschaft befindet sich in einem Lernstadium, in dem sich sowohl Investoren, Beteiligungsgesellschaften, als auch Unternehmer an dieses Instrument gewöhnen und den Umgang mit diesem erlernen müssen. Zusätzlich kann der österreichische Beteiligungsmarkt, auf Grund seiner kurzen Existenz, noch auf wenige Erfolge, die den herrschenden Argwohn abbauen würden, verweisen. Erscheinungen wie das Platzen der Dot-Com Blase erschütterten das Investorenvertrauen nachhaltig.

Obwohl in Österreich eine Vielzahl unterschiedlicher Initiativen zur Unterstützung von Unternehmensgründungen, Innovationen und der erfolgreichen Entwicklung von KMUs vorhanden sind, werden kaum Anreize zur Verbesserung der Eigenkapitalstruktur gesetzt. Das Hauptaugenmerk liegt nach wie vor auf der Gewährung von Krediten und der Ermöglichung von Fremdkapitalfinanzierungen. Bei gewissen Unterstützungen durch öffentliche Institutionen ist gar eine Benachteiligung privater Investoren oder sogar „crowding-out“ zu befürchten.

Eine zusätzliche Schwierigkeit stellt die österreichische Industriestruktur dar. Der 2003, wie schon erwähnt, unterdurchschnittliche Anteil an High-Tech-Unternehmen verringert die Möglichkeit zum Aufbau eines geeigneten Portfolios. Denn gerade der High-Tech-Sektor im privaten Wirtschaftsbereich ist von übergeordnetem Interesse für VC-Gesellschaften.

Ein Charakteristikum der österreichischen Unternehmenslandschaft ist die starke Konzentration auf Kredite bei der Finanzierung ihres Kapitalbedarfes. Neue Gesellschafter werden selten aufgenommen. Gerade kleine Firmen gelten als in besonderem Maße unwillig

bei der Gewährung eines Einblickes in die internen Verhältnisse gegenüber Fremden. Solche Informationen und regelmäßige Reports sind jedoch substantieller Inhalt eines Beteiligungsvertrages. Die Tatsache, dass 2004 99,6% der Firmen in Österreich als KMU klassifiziert waren, verdeutlicht das Ausmaß der Konsequenzen für Beteiligungsgesellschaften.

Banken repräsentieren die größte Investorengruppe für Private Equity in Österreich. Sie gelten jedoch nicht als der idealtypische Geldgeber. Das hat mehrere Gründe. Der Liquiditätsbedarf einer Bank ist wesentlich höher als der einer Versicherung oder einer Pensionskasse. Deshalb sind Veranlagungen über einen dermaßen langen Zeitraum, wie bei Venture Capital der Fall, mit Problemen verbunden. Weiters haben Banken als Fremdkapitalinvestoren ein strategisches Interesse am Finanzierungsmarkt, das sie vom strategischen Interesse des Beteiligungskapitalgebers unterscheidet.

Ein Strukturdefizit stellt der wenig entwickelte österreichische Kapitalmarkt dar. Eine gut funktionierende Börse und ein entwickelter Risikokapitalmarkt hängen direkt miteinander zusammen, sie bedingen sich sogar. Ohne Börse kommen Beteiligungsfonds schwieriger zu Exits. Zudem ist die Börse nicht nur als Exitkanal von Bedeutung, sondern fungiert auch als „Benchmark“ für Investitionen in Portfoliounternehmen.

In den weit entwickelten Industriestaaten Europas und der restlichen ersten Welt wird Innovation einen immer wichtigeren Platz einnehmen. Ein gut entwickelter Beteiligungsmarkt könnte mehrere kritische Zielgrößen der Innovations- und Unternehmenspolitik gleichzeitig ansprechen. Aus diesem Grund gibt es mehrere Initiativen, auch die österreichische Szene auf eine breite und stabile Basis zu stellen. Diese Maßnahmen lassen sich auf vier Bereiche aufteilen.

Vor dem Hintergrund, dass, im Gegensatz zu Veranlagungen in börsennotierte Produkte, am vorbörslichen Beteiligungsmarkt keine universellen Standards bestehen, und in Anbetracht der noch unerfahrenen österreichischen **Investoren**, sind umfangreiche Awareness- und Know-how Maßnahmen einzurichten.

Im Bereich der **Beteiligungsfonds und Managementgesellschaften** wird vor allem an einer neuen Fondsstruktur gearbeitet, die den internationalen „good practice“ Regeln entspricht und mit europäischem Recht in Einklang steht. Weiters ist es essentiell die Erfahrung der Private Equity-Manager, ähnlich wie bei Investoren, durch Schulungsmaßnahmen zu erweitern.

Um **Beteiligungen an Unternehmen** zu erleichtern, muss vorwiegend dafür gesorgt werden, dass genügend Projekte vorhanden sind. Vor allem muss die Bereitschaft zum

Unternehmertum gesteigert werden. Dazu gibt es eine Reihe von Maßnahmen zur Förderung des Unternehmergeistes. Diese enthalten Schritte zum leichteren Berufszugang, zur Kostensenkung der Unternehmensgründung, die Verringerung der administrativen Belastung der Unternehmen, sowie Maßnahmen zur Beratung und Bewusstseinsbildung und zur entsprechenden Aus- und Weiterbildung.

Der letzte Bereich ist der des **Kapitalmarktes**. In Österreich gibt es viele Unternehmen, die im internationalen Vergleich, relativ klein sind. Ohne eine Heimatbörse käme diesen Unternehmungen die ihnen gebührende Aufmerksamkeit in den wenigsten Fällen zu. Das unterstreicht die Bedeutung der Wiener Börse für eine positive Entwicklung des PE-Marktes. Um die Erfordernisse als Partner für die Beteiligungsindustrie erfüllen zu können, muss die Wiener Börse allerdings attraktiver werden. Die Etablierung der Wachstumsbörse „Vienna Dynamic Index“ im Jahr 2000 war ein erster Schritt in diese Richtung.

Die österreichischen Beteiligungsgesellschaften haben die Zeichen der Zeit erkannt und begonnen, vermehrt in der CEE Region zu investieren. Das ist ein wichtiger Schritt, da der österreichische Markt alleine sehr klein ist und kaum Spezialisierungen zulässt. Um diese Entwicklung nicht zu behindern, ist es wiederum nötig, die bestehenden Bestimmungen der in Österreich dominanten Rechtsform der MFAG zu ändern.

Um eine zunehmende Standardisierung und Vergleichbarkeit der einzelnen Gesellschaften zu erreichen, befinden sich Leitlinien nach dem Vorbild des Corporate Governance Codex in Arbeit. In diesem „Code of Good Governance“ werden Private Equity Fonds, Gesellschaften, die PE-Fonds managen, sowie interessierten Fondsinvestoren in Österreich erstmals allgemeine Standards guter und verantwortungsvoller Zusammenarbeit von PE- Fonds, Fondsmanagement und Fondsinvestoren vorgestellt.

Diese Maßnahmen und die Einführung der Basel II Verordnung, die Banken dazu zwingt, an risikoreiche Projekte zu sehr viel teureren Konditionen Kredite zu vergeben, werden eine nachhaltige Wirkung auf den österreichischen Private Equity Markt haben.

Venture Capital und Private Equity werden zwar Nischenprodukte bleiben, aber in den kommenden Jahren in Österreich in bestimmten Unternehmensphasen an Bedeutung gewinnen. Während Early-Stage-Investments Aufgabe der öffentlichen Hand bleiben werden, wird Expansionskapital zunehmend zur Verfügung stehen. Mittel- und Längerfristig ist eine europaweite Verschränkung der nationalen PE-Szenen zu erwarten. Aus diesem Grund ist eine Internationalisierung der österreichischen Szene unumgänglich. Im Hinblick auf diese zu erwartende Entwicklung sind die weiter oben schon angesprochenen Anpassungen der österreichischen Fondsstrukturen ein wichtiger Schritt in die richtige Richtung.

10. VERZEICHNISSE

10.1 Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Abgrenzung der Begriffe Risikokapital, Private Equity, Venture Capital.....	7
Abbildung 2: Akteure einer indirekten VC-Finanzierung.....	10
Abbildung 3: Möglichkeiten der Aufbringung von Risikokapital	11
Abbildung 4: Die Wertekette	12
Abbildung 5: Agency-Beziehungen einer VC-Finanzierung	23
Abbildung 6: Finanzierungsphasen im Lebenszyklus eines Unternehmens	24
Abbildung 7: Investitionsvolumen für Venture Capital in Europa von 1991 bis 2003.....	30
Abbildung 8: Investitionen nach Ländern in % des BIP 2003	31
Abbildung 9: Investitionsvolumen für Venture Capital in Österreich von 1995 bis 2003	33
Abbildung 10: Struktur eines Venture Capital Fonds	34
Abbildung 11: Anteil der Kapitalzufuhr nach Finanzierungsquellen im Jahr 2003 in Österreich.	37
Abbildung 12: Investitionen verteilt nach Entwicklungsphasen von 2001-2003	39
Abbildung 13: Branchenverteilung	41
Abbildung 14: Regionale Verteilung der Investitionen 2003	42
Abbildung 15: Exitstatistik.....	43
Abbildung 16: Durchschnittliche Erfahrung von Investoren mit Private Equity.....	49
Abbildung 17: Kriterien KMU	53
Abbildung 18: Unternehmensgründungen in den Jahren 1993 – 2004	56
Abbildung 19: Selbstständigenquote 2003 im EU-Vergleich (exklusive Landwirtschaft).....	57
Abbildung 20: PE Funktionsmodell.....	68

10.2 Abkürzungsverzeichnis

ATX	Austrian Traded Index
AVCO	Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation
AWS	Austrian Wirtschaftsservice
BIP	Bruttoinlandsprodukt
CEE	Central and Eastern Europe
ECOFIN	Economic and Financial Council
EED	European Enterprises Development Company
EFRE	Europäischer Fonds für regionale Entwicklung
EGV	EG-Vertrag (Vertrag der Europäischen Gemeinschaft)
EIF	European Investment Fonds
EIS	European Innovations Scoreboard
ERP	European Recovery Program
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
F&E	Forschung und Entwicklung
FGG	Finanzierungsgarantiegesellschaft
IHS	Institut für Höhere Studien
IPO	Initial Public Offering
KG	Kommanditgesellschaft
KMU	Klein- und Mittelunternehmen
MBI	Management-Buy-In
MBO	Management-Buy-Out
MFAG	Mittelstandsfinanzierungsaktiengesellschaft
MIT	Massachusetts Institute of Technology
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
PE	Private Equity
PU	Portfoliounternehmen
RCAP	Risk Capital Action Plan
SII	Summary Innovation Index
VC	Venture Capital
VCG	Venture Capital Geber

10.3 Literaturverzeichnis

10.3.1 *Bücher/Zeitschriften/Working Papers*

Austrian Business Agency (2003): Österreich. Glänzende Aussichten für ihr Investment, Wien.

AVCO (2003): Bessere Rahmenbedingungen für PE/VC in Österreich, Wien.

AVCO (2004d): Investor Relations Richtlinien. Entwurf zur Begutachtung (erste Lesung), Wien.

Benkitsch, A. (2004): Eigener Kodex für die Private-Equity-Branche? In: Unternehmensfinanzierung Jahrbuch 2004, Frankfurt am Main, S. 33-34.

Börner, C. J./Geldmacher, D. (2001): Exit am Ende? Desinvestitionsstrategien bei Venture Capital und die aktuelle Kapitalmarktsituation. In: Finanz Betrieb, Nr. 12/2001, S. 695-701.

Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit (2003): Nationaler Aktionsplan für Beschäftigung, Wien.

Bundesministerium für Bildung, Wissenschaft und Kultur (2005): Österreichischer Forschungs- und Technologiebericht 2004, Wien.

Drbusek, C. (2004): Darstellung von Venture Capital unter Berücksichtigung der historischen Entwicklung, Wien.

Dubsky, P. (2005): Österreich: Drehscheibe für Private-Equity-Investitionen. In: Unternehmensfinanzierung Jahrbuch 2005, Frankfurt am Main, S. 35-37.

Ermisch, R./Thoma, P. (2002): Zehn Schritte zum Venture Capital – Ein Ratgeber für junge Technologieunternehmen, Heidelberg.

Erste Bank (2003): Das neue Basel II-Rating, 1. Auflage, Wien.

EVCA (2003): EVCA Yearbook 2002, Zaventem.

EVCA (2004a): EVCA Yearbook 2003, Zaventem.

- Gloden, A. (2004): Empirische Plausibilitätsprüfung. In: Endbericht Empirische Untersuchungen und Endergebnisse zur Wirkung von Private Equity und Venture Capital auf die Unternehmungsentwicklung. Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Arbeit, Wien, S. 69-87.
- Gompers, P./Lerner, J. (1999): The Private Equity Cycle, Cambridge.
- Gottsbacher, A. (2002): Corporate Venture Capital, Wien.
- Grasser, K. H. (2005): Grußwort des österreichischen Bundesministers für Finanzen Mag. Karl-Heinz Grasser. In: Unternehmensfinanzierung Jahrbuch 2005, Frankfurt am Main, S. 4-5.
- Häupler, J. (2001): Virtuelle Marktplätze für Private Equity, Wien.
- Heitzer, B./Sohn, C. (1999): Zur Bedeutung des Neuen Marktes für die Venture Capital-Finanzierung in Deutschland; Finanz Betrieb 11/1999, S. 397-405.
- Hisrich, R. D./Peters M. P. (2002): Entrepreneurship, 5. Auflage, New York.
- Institut für höhere Studien (2004): Der österreichische Kapitalmarkt Die Wachstumsreserve, Wien.
- Janeba-Hirtl, E./Höbart, J. (2003): Idealtypischer Ablauf einer Venture Capital Finanzierung. In: Kofler, G./Polster-Grüll, B. (Hrsg.): Private Equity und Venture Capital – Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital, Wien, S. 125-157.
- Jesch, T. A. (2004): Private-Equity-Beteiligungen – Wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen aus Investorensicht, Wiesbaden.
- Jud, T. (2003): Private Equity und Venture Capital und seine Entwicklung in Österreich. In: Kofler, G./Polster-Grüll, B. (Hrsg.): Private Equity und Venture Capital – Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital, Wien, S. 27-47.

- Jud, T. (2004): Private Equity und Venture Capital: Aufgaben im Finanzierungssystem und wichtige Funktionsvoraussetzungen. In: Endbericht Empirische Untersuchungen und Endergebnisse zur Wirkung von Private Equity und Venture Capital auf die Unternehmungsentwicklung. Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Arbeit, Wien, S. 1-25.
- Kailer, N. (2005): ibw-Mitteilungen, 1. Quartal 2005: Unternehmergebung an Hochschulen. Empirische Ergebnisse, Problemfelder und Gestaltungsmöglichkeiten, Linz.
- Khinast-Sittenthaler, C. (2003): Exitstrategien – Trade Sale, Initial Public Offering, Buy Back, Secondary Sale und Liquidation. In: Kofler, G./Polster-Grüll, B. (Hrsg.): Private Equity und Venture Capital – Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital, Wien, S. 267-289.
- Koo, R. (1997): Venture Finanzierung II: Ein Leitfaden für Unternehmer und Risikokapitalgeber. In: Stadler, W. (Hrsg.): Beteiligungsfinanzierung – Neue Chancen für Risikokapital, Wien, S. 74-90.
- Lechner, K./Egger, A./Schauer, R. (1999): Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 18. Auflage, Wien.
- Leitinger, R./Strohbach, H./Schöfer, P./Hummel, M. (2000): Venture Capital und Börsengänge – Von der Produktidee zum internationalen Nischenspezialisten, Wien.
- Lenzinger, T. (1997): Erfahrungen bei der Einführung eines Beteiligungsfonds. In: Stadler, W. (Hrsg.): Beteiligungsfinanzierung – Neue Chancen für Risikokapital, Wien, S. 127-138.
- Mackewicz & Partner Management Consultants (2002): Investoren entdecken Private Equity, München.
- Peneder, M. (Koord.), Aiginger, K., Hutschenreiter, G., Marterbauer, M. (2001), Strukturwandel und Wirtschaftswachstum. Die industriepolitische Bedeutung des österreichischen Struktur-Performance-Paradoxons, Wien.
- Patt, P. J./Hölzle, F. (2004): Early-Stage-Investments und mittelständische Beteiligungen. In: Unternehmensfinanzierung Jahrbuch 2004, Frankfurt am Main, S.50-51.

Peneder, M./Wieser, R. (2002): Der österreichische Markt für Private Equity und Venture Capital, Wien.

Peneder, M. (2004): Auswirkungen von Privat Equity auf Wachstum, Beschäftigung und Innovation – Ein Überblick internationaler Impact Studies. In: Endbericht Empirische Untersuchungen und Endergebnisse zur Wirkung von Private Equity und Venture Capital auf die Unternehmungsentwicklung. Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Arbeit, Wien, S. 26-50.

Prester, M. (2002): Exit-Strategien deutscher Venture Capital Gesellschaften, Münster.

Rath, M. (2003): Technologiefinanzierung durch Venture Capital – Eine Gegenüberstellung des europäischen und amerikanischen Marktes, Wien.

Roling, J. (2001): Venture Capital und Innovation, Köln.

Schefczyk, M. (2000): Erfolgsstrategien deutscher Venture-Capital-Gesellschaften – Analyse der Investitionsaktivitäten und des Beteiligungsmanagements von Venture-Capital-Gesellschaften, 2. Auflage, Stuttgart.

Schenz, R. (2003): Aktionsplan des Regierungsbeauftragten für den Kapitalmarkt „Mehr Vertrauen für den österreichischen Kapitalmarkt“, Wien.

Schröder, Ch. (1992): Strategien und Management von Beteiligungsgesellschaften – Ein Einblick in Organisationsstrukturen und Entscheidungsprozesse von institutionellen Eigenkapitalinvestoren, Baden-Baden.

Schween, K. (1996): Corporate Venture Capital: Risikokapitalfinanzierung deutscher Industrieunternehmen, Wiesbaden.

Stadler, W. (2000): Venture Capital und Private Equity – Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital, Köln.

Trenkwalder, V. (2003): Die Beteiligung an ausländischen Venture Capital Fonds in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft. In: Kofler, G./Polster-Grüll, B. (Hrsg.): Private Equity und Venture Capital – Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital, Wien, S. 573-592.

Weimerskirch, P. (1999): Finanzierungsdesign bei Venture-Capital-Verträgen, 2. Auflage, Wiesbaden.

Weitnauer, W. (2001): Handbuch Venture Capital – Von der Innovation zum Börsengang, 2. Auflage, München.

Zemke, I. (1995): Die Unternehmensverfassung von Beteiligungskapital-Gesellschaften: Analyse des institutionellen Designs deutscher Venture Capital-Gesellschaften, Wiesbaden.

10.3.2 Internetquellen

AVCO White Paper (2002): im www unter:

http://www.avco.at/upload/medialibrary/16835_0_AVCO%20White%20Paper.pdf; Stand 23.02.2005.

AVCO (2004a): Die Entwicklung von Private Equity in Österreich von 1995 – 2003. Im www unter: <http://www.avco.at/ACVO.aspx?target=12592&>; Stand vom 5.12.2004.

AVCO (2004b): AVCO Presseaussendung: AVCO erwartet für 2004 deutlichen Aufwärtstrend bei Privat Equity Finanzierung: im www unter:

http://www.avco.at/upload/medialibrary/19725_0_Presseaussendung%20Freigegeben.pdf; Stand 1.02. 2005.

AVCO (2004c): Die Marktsituation in Österreich 2003: im www unter:

<http://www.avco.at/AVCO.aspx?target=12600&>; Stand 23.10.2004.

Austrian Business Agency (2002): Wirtschaftsförderungen in Österreich: im www unter:

http://www.aba.gv.at/de/pages/download.asp?file=downloads/Infosheet_Wirtschaftsfoerderung.doc; Stand 11.03.2005.

Deloitte (2004): Venture Capital Barometer, Quartal 3/2004: im www unter:

<http://www.avco.at/avco.aspx?target=14143&download={b216fe83-28d6-4f82-8601-8dfcbc942532}>; Stand 28.04.2005.

EVCA (2004b): Press Material: The annual EVCA Symposium, Great Expectations, Berlin, 2-4 June 2004: im www unter:

http://www.evca.com/images/attachements/html_13_art_51_att.pdf; Stand 9.12.2004.

ERP – Fonds (2005a): KMU Richtlinien: im www unter:

<http://www.erp-fonds.at/pdfs/richtlinien/kmutech05.pdf>; Stand 23.03.2005.

ERP – Fonds (2005b): Allgemeine Bestimmungen für die ERP-Programme des Sektors Industrie und Gewerbe: im www unter:

http://www.erp-fonds.at/pdfs/richtlinien/industrie_allg05.pdf; Stand 23.03.2005.

ERP – Fonds (2005c): ERP-Sonderprogramm für Gründungs-, Wachstums- und Technologieoffensive: im www unter: [http://www.erp-](http://www.erp-fonds.at/pdfs/richtlinien/wachstum05.pdf)

[fonds.at/pdfs/richtlinien/wachstum05.pdf](http://www.erp-fonds.at/pdfs/richtlinien/wachstum05.pdf); Stand 23.03.2005.

Europäische Kommission (2003): Risikokapital-Aktionsplan: im www unter:

<http://europa.eu.int/scadplus/leg/de/lvb/l24195.htm>; Stand 06.04.2005.

KMU Forschung Austria (2004a): Kapitalstruktur der KMU in Österreich: im www unter:

<http://www.kmuforschung.ac.at/de/Presse/2004/BDB%20KMU%20Kapitalstruktur%202004.pdf>; Stand 30.03.2005.

KMU Forschung Austria (2004b): Erläuterungen zur Branchengliederung nach ÖNACE 2003

<http://www.kmuforschung.ac.at/de/Datenbanken/Anzahlen2002.pdf>; Stand 09.03.2005.

KMU Forschung Austria (2005): Unternehmen und Beschäftigte nach Größenklassen: im

www unter: http://www.kmuforschung.ac.at/de/Wirtschaftsdaten/tabelle_kmu.htm; Stand 09.03.05.

Szigmund, A. (2004): Private Equity Gesetz ante portas!? In: Invest AG Private Equity Report

2/04. Im www unter: http://www.invest-ag.at/eBusiness/services/resources/lnz_resource_raiffeisen_static/0,7135,134974753823817477-134976827756150843_134977737215476247-180455129688754012-1-8-NA,00.pdf; Stand 20.04.05.

Wiener Börse (2004): Neunotierungen: im www unter:

<http://www.wienerboerse.at/cms/1/48/154>; Stand 03.03.2005.

WKÖ (2000): Die öffentliche Meinung im Wandel der Zeit: im www unter:

http://portal.wko.at/wk/sn_detail.wk?angid=1&docid=121367&dstid=1342; Stand 30.03.2005.

WKÖ (2003a): Selbstständige/Selbstständigenquote: im www unter:
<http://wko.at/statistik/eu/eu-selbstaendigenquote.pdf>; Stand 27.03.2005.

WKÖ (2003b): Unternehmensneugründungen in Österreich 1993 - 2002: im www unter:
<http://wko.at/statistik/wgraf/wk200322.htm>; Stand 27.03.2005.

Wiener Wirtschaft (2005): Auch 2004 wieder mehr als 30.000 Unternehmensgründungen: im
www unter: <http://wiwi.wkw.at/2005/11/WIWI05-11-15.pdf>; Stand 27.03.2005.