

## Stellungnahme der AVCO

*zur Studie „Mittelstandsfonds als Entwicklungsperspektive  
für den österreichischen Kapitalmarkt“*

Die AVCO Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation als Branchenvertretung der österreichischen Risikokapitalindustrie misst der Weiterentwicklung des österreichischen vorbörslichen Kapitalmarkts große Bedeutung zu und engagiert sich aktiv in diesem Bereich.

Mit Vorliegen der, unter der Leitung von Univ. Prof. Dr. Josef Zechner im Auftrag des Kuratoriums für den österreichischen Kapitalmarkt, erstellten MBG-Studie hat die AVCO einen eigenen Arbeitskreis etabliert, der sich mit den Zielsetzungen und Umsetzungsvorschlägen für die so genannten „Mittelstandsfonds“ (MBGs) auseinandersetzt.

Der Arbeitskreis besteht aus Vertretern von in Österreich aktiv tätigen Beteiligungskapitalgebern, welche über langjährige praktische Erfahrung in der Risikokapital-Finanzierung von mittelständischen Unternehmen und vielfältige theoretische Kenntnisse über den österreichischen vorbörslichen Kapitalmarkt verfügen.

Die nun vorliegende Stellungnahme will möglichst breit die von der Studie betroffenen Themenbereiche aufzeigen.

Auf dieser Basis will die AVCO mit den Initiatoren der Studie vertiefende Diskussionen führen, um – im Interesse der österreichischen Klein- und Mittelbetriebe sowie des (vorbörslichen) Kapitalmarkts – ein langfristig für alle Seiten attraktives Risikokapitalinstrument zu entwickeln.

### **1 Einschätzung der Ziele und Inhalte der Studie**

Die MBG-Studie verfolgt in ihren Überlegungen zur Verbesserung des vorbörslichen Kapitalmarktes für österreichische Klein- und Mittelbetriebe ein grundsätzlich positives Anliegen.

Für die Umsetzung des vorgeschlagenen Modells der „Mittelstandsbeteiligungsgesellschaft“ ergibt sich jedoch eine Reihe von Fragestellungen und Anmerkungen, die jedenfalls einer eingehenden Prüfung unterzogen werden müssen:

- Welche Unternehmen sollen von dem neuen Modell angesprochen werden und hat die im Konzept genannte Zielgruppe der nachhaltig profitablen Unternehmen wirklich Bedarf an einem derartigen Finanzierungsmodell?
- Wie kann die Wirtschaftlichkeit der Mittelstandsfonds, das heißt langfristig attraktive Renditenerwartung für die Investoren, gewährleistet werden?

- Welche gesetzlichen Änderungen sind notwendig, um das Konzept der „Mittelstandsbeteiligungsgesellschaft“ in der vorgestellten Form umsetzen zu können und wie kann es in Einklang mit dem europäischen Beihilfenrecht gebracht werden?
- Inwieweit fügt sich das Konzept in das bestehende Angebot am vorbörslichen Kapitalmarkt ein und mit welchen Wirkungen ist mittelfristig zu rechnen?

## **2 Die Zielgruppe des MBG-Konzepts und ihr Bedarf nach Eigenkapital**

### **2.1 Ausgangspunkt und Motivation für das MBG-Konzept**

Ausgangspunkt und wesentliche Motivation für die Erarbeitung der Studie zum MBG-Konzept ist die im internationalen Vergleich geringere Eigenkapitalausstattung österreichischer Klein- und Mittelbetriebe. Diese kann aus betriebswirtschaftlicher Sicht auf mehrere Ursachen zurückgeführt werden:

- KMUs haben eine geringe Eigenkapitalquote, da sie im internationalen Vergleich eine schlechtere Ertragslage vorweisen.
- Stark wachstumsorientierte KMUs haben eine geringe Eigenkapitalquote, da ihr Investitionsaufwand im Verhältnis zu ihren Erträgen sehr hoch ausfällt.
- KMUs haben eine geringe Eigenkapitalquote, da sie durch Ausschüttungen/ Entnahmen in den Privatbereich das Eigenkapital vermindern.
- KMUs haben eine geringe Eigenkapitalquote, da sie bewusst günstige Kreditmöglichkeiten nutzen, um ihre Eigenkapitalrendite zu erhöhen.

Unabhängig von der jeweiligen Ursache hinter der schwachen Eigenmittelausstattung kann diese mit negativen Folgen für die Unternehmensfinanzierung verbunden sein, die in der MBG-Studie erläutert werden:

- *Under-investment effect*: Die Eigner hoch verschuldeter Unternehmen haben nur wenig Anreiz zusätzliches Eigenkapital zu investieren, da dieses im Konkursfalle den Gläubigern zufallen würde.
- *Kreditrationierung*: Fremdmittelgeber reagieren auf hohe Finanzierungsrisiken, die von Ihnen nur unzureichend eingeschätzt werden können, mit Mengenreduktion. Das heißt, Unternehmen mit einer hohen Fremdmittelbelastung sind nicht mehr in der Lage zusätzliche Kredite aufzunehmen, weil sie an Verschuldungsobergrenzen stoßen, die vom Fremdmittelgeber festgelegt werden.

### **2.2 Die Zielgruppe für MBGs**

Die Zielgruppe für „Mittelstandsbeteiligungsgesellschaften“ wird in der MBG-Studie auf zweifache Weise abgegrenzt:

- MBGs sollen „in gereifte Unternehmen mit stetigem und moderatem Wachstum investieren [...], die bereits über einen gewissen Zeitraum hinweg solide Erträge vorweisen können.“

- Nicht zu den Investitionszielen zählen dagegen „besonders innovative bzw. wachstumsorientierte Unternehmen.“ „[...] MBGs [sollen] eher in weniger riskante KMUs investieren.“

Setzt man diese Zielgruppenbestimmung nun in Beziehung einerseits zu den Ursachen und andererseits den möglichen Folgen einer geringen Eigenmittelausstattung, die ja wieder für den Bedarf nach externen Eigenmitteln verantwortlich ist, zeigt sich Folgendes:

- KMUs, deren geringe Eigenkapitalquote auf eine schwache Ertragslage zurückgeht, sind in der Zielgruppe wohl nicht enthalten, welche auf stetiges Wachstum und solide Erträge abzielt. Diese Abgrenzung ist auch sinnvoll, da die externen Eigenmittel nur die Symptome aber nicht die Ursache für die schwache Eigenkapitalausstattung bekämpfen würden und solche Unternehmen für die Investoren in die MBG wohl uninteressante Investitionsziele wären.
- KMUs, deren Bedarf nach externen Eigenmitteln auf ihre Wachstumsorientierung zurückgeht, sind ebenfalls nicht in der Zielgruppe enthalten. Investitionen in solche Unternehmen sind mit hohen Risiken verbunden und werden bereits jetzt durch PE/VC Gesellschaften abgedeckt.
- Darüber hinaus fallen auch Unternehmen, die vom under-investment Effekt betroffen sind, nicht in die abgesteckte Zielgruppe. Wenn selbst die gut informierten Eigner das Investitionsrisiko in ihr Unternehmen scheuen, können externe Kapitalgeber wie die MBGs, die auf moderates Risiko bedacht sind und weitgehend auf Kontrollrechte am Unternehmen verzichten, kein Interesse aufbringen.

Die in der Studie getroffene Zielgruppenbestimmung umfasst daher KMUs, deren vergleichsweise geringe Eigenkapitalquote entweder auf Ausschüttungen/Entnahmen in den Privatbereich oder auf die Nutzung eines günstigen Kreditangebotes zur Hebelung der Eigenkapitalrendite des Unternehmens zurückgeht.

### **2.3 Bedarf der Zielgruppe nach MBG-Kapital**

Es ist allerdings fraglich, ob KMUs, deren geringe Eigenmittelausstattung auf diese Ursachen zurückgeht und die bei moderatem Wachstum solide Erträge ausweisen, überhaupt einen Bedarf an externem Eigenkapital haben. Selbst wenn sie in der gegenwärtigen Situation von Kreditmarktrationierung betroffen wären oder im Zuge der Umsetzung von Basel II Kreditmarktrationierung erwarten müssen, werden ihre soliden Ertragsmöglichkeiten jedenfalls auch den Spielraum bieten, die Fremdmittelbelastung eigenständig zu reduzieren<sup>1</sup>.

Darüber hinaus können solche Unternehmen auf Grundlage ihrer stabilen Erträge und ihres zumindest moderaten Risikos<sup>2</sup> auf ein zunehmend wachsendes Marktangebot von mezzaninen Finanzierungsformen (z.B. Preps, Genussrechtsmodelle) zurückgreifen, die zwar ursprünglich eher auf den gehobenen Mittelstand mit standardisierten Bonitätswerten

<sup>1</sup> Im Falle von Management Buy-Outs oder Buy-Ins im Zuge von Nachfolgelösungen, wie sie in der MBG Studie angesprochen werden, sind solche Entschuldungen sogar regelmäßig ein fester Bestandteil der Transaktion.

<sup>2</sup> Sollten die Unternehmen kreditmarktrationiert sein und sich so ein Bedarf für externes Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Mittel ergeben, dann nur weil die Unternehmen für reine Fremdmittelgeber sehr riskante Investitionsziele darstellen.

(Investment grade) zugeschnitten waren, nun aber verstärkt auch für immer kleinere Unternehmen angeboten werden.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage inwieweit das MBG-Konzept in seiner derzeitigen Konstruktion überhaupt auf einen Bedarf nach zusätzlichem Eigenkapital oder besser eigenkapitalähnlichen Mitteln stößt, der nicht bereits durch ein bestehendes oder sich rasch entwickelndes Marktangebot abgedeckt wird.

- Es ist daher unbedingt zu überprüfen, ob Unternehmen, die unter die Zielgruppenbestimmung für MBGs fallen, tatsächlich von Kreditrationierung betroffen sind und somit Bedarf an einem neuen Eigenkapitalinstrument haben.

Sollten MBGs, wie in der vorliegenden Studie immer wieder dargestellt, durch Förderinstrumente ergänzt werden, ist darüber hinaus auch die wirtschaftspolitische Motivation solcher Maßnahmen genau zu überlegen.

- Ist wirklich ein Bedarf gegeben, Unternehmen mit gefördertem Eigenkapital oder geförderten eigenkapitalähnlichen Mitteln zu versorgen, die ihre derzeitige Finanzierungsstruktur bewusst gewählt haben und sich durch eigene Kraft oder mit Hilfe eines bestehenden Marktangebotes durchaus an neue Finanzierungsanforderungen anpassen können.

Einen Hinweis darauf, wie rasch im Bedarfsfall eine solche Anpassung der Eigenkapitalquote vor sich gehen kann, geben unter anderem die von der österreichischen Nationalbank veröffentlichten Zahlen zur Entwicklung der Eigenkapitalquote in Österreich (vgl. ÖNB [2005], Wie finanzieren sich Österreichs Unternehmen, Präsentationsunterlage zum Pressegespräch vom 10. Juni 2005).

### 3 Wirtschaftlichkeit des vorgeschlagenen MBG-Konzepts

Für den langfristigen Erfolg des Konzeptes ist ein realistisch abschätzbarer wirtschaftlicher Erfolg der MBGs, das heißt eine **attraktive Renditenchance für die Kapitalgeber**, notwendig. In der MBG-Studie wird in Pkt. 4.5 eine beispielhafte Renditenrechnung vorgenommen. Dabei soll bei einer durchschnittlichen Verzinsung von 7% (= Kosten für Unternehmen, sofern steuerlich abzugsfähig) eine Rendite von 11,5% für die Stammaktionäre möglich sein. Bei einer Analyse des vorliegenden Konzepts scheinen diese **Renditeaussichten jedoch nicht haltbar, weil** eine ganze Reihe wesentlicher Kostenfakten nicht berücksichtigt wurde:

- Im Konzept sind keine Aufwendungen der Prüfung der Beteiligungsprojekte sowie der laufenden Gestion und Verwaltung der MBG veranschlagt. Realistisch sind hier Managementkosten von zumindest 2 % p.a. vom Zielvolumen der MBG (50 Mio. Euro) anzusetzen. In der Prüfungsphase sind diese Aufwendungen voraussichtlich noch höher.
- Insbesondere jedoch sind keine Risikokosten, das heißt Einnahmenausfälle aufgrund der Nichtleistung von Zinszahlungen (Verschiebungen oder Komplettausfälle) sowie Kapitalausfälle (aufgrund von Unternehmensinsolvenzen), angesetzt.
- Der Ansatz von Risikokosten ist insbesondere deshalb von wesentlicher Bedeutung, da Ausfälle von Zinsen oder Totalausfälle des Beteiligungskapitals nach den Prämissen des

vorliegenden Konzepts nicht durch andere, besonders erfolgreiche Beteiligungen ausgeglichen werden können: Das MBG-Kapital trägt das volle Eigenkapitalrisiko, im Falle von wirtschaftlichen Schwierigkeiten und insbesondere der Insolvenz des Beteiligungsunternehmens wird ein Verlust zu verzeichnen sein. Durch die Deckelung der Ertragschance (fixer Zinssatz) erhält die MBG jedoch auch bei sehr erfolgreichen Unternehmen keine erhöhte Rendite. Risikokosten schlagen somit voll auf die Rendite der Kapitalgeber durch.

- Auch die **Kosten in Zusammenhang mit der Aufnahme der Fremdfinanzierung** der MBG (Bridge-Finanzierung) sind nicht berücksichtigt. Kreditvertragsgebühr und Abschlussprovision bewirken gerade bei den geplanten sehr kurzen Laufzeiten hohe Kosten (1,5 % – 2,5 %) neben der reinen Verzinsung.
- Ebenso sind die **Kosten der Kapitalmarkteinführung** der Vorzugsaktien sowie der (später vorgesehenen) Notiz der Stammaktien nicht berücksichtigt (5 % – 9 %).

Auch andere Elemente des vorgestellten Konzepts führen zu **negativen Einflüssen auf die Renditenchance** für die Aktionäre:

- Das Konzept beinhaltet eine systemimmanente **negative Selektion** über die Dauer der MBG: Durch die grundsätzlich unendliche Laufzeit der Beteiligung mit Kündigungsmöglichkeit nur durch das einzelne Unternehmen, werden mittelfristig die „guten“ Unternehmen ihre Beteiligungen zurückzahlen, bei „schlechten“, risikoreichen Unternehmen wird die Beteiligung bestehen bleiben. Damit wird es zu einer laufenden Bonitätsminderung des Portfolios kommen.
- Der **Verzicht auf Kontrollrechte** ist höchst kritisch zu sehen. Gemäß dem Konzept soll erst bei nachhaltiger Nichtzahlung der Ausschüttung die MBG Kontrollrechte erhalten (ob damit überhaupt auch Einflussrechte gemeint sind, ist unklar). Zu diesem Zeitpunkt befindet sich das Unternehmen aber bereits in einer schweren Liquiditätskrise. Das Management der MBG kann daher etwaige Gegensteuerungsmaßnahmen zur Rettung des Kapitaleinsatzes im Interesse der Aktionäre erst sehr spät setzen. Damit steigt das Ausfallrisiko deutlich.

Für die **Kalkulation der Risikokosten** ist insbesondere auch die Dauer der Aufbauphase zu berücksichtigen. Der Aufbau eines Portfolios von ca. 30 Unternehmen ist mit 3-5 Jahren anzunehmen. Damit trägt der Fremdkapitalgeber aber auch entsprechende Risiken, vor allem in der Phase mit nur geringer Anzahl an Unternehmen, die in den Zinskosten einzupreisen sind.

- Ob vor diesem Hintergrund die Wirtschaftlichkeit des Konzepts der MBG erreicht werden kann, sollte durch **detaillierte Szenariorechnungen** analysiert werden.
- Sollte dabei die Förderung für einzelne Kostenfaktoren angedacht sein, könnte das eine spürbare Beeinträchtigung des sich entwickelnden Marktes für Eigenkapital und eigenkapitalähnliche Finanzierungsinstrumente mit sich bringen.

## 4 Legistischer Anpassungsbedarf zur Umsetzung des MBG-Konzepts

Die Umsetzung des MBG-Konzepts setzt erhebliche legistische Anpassungen im Bereich des Steuerrechts wie des Gesellschaftsrechts voraus. Auch das Europäische Beihilfenrecht schränkt die Möglichkeiten ein.

Im Folgenden werden die **wesentlichsten Problemfelder** aufgezeigt, ohne auf Details einzugehen:

- Eine **Beteiligungskonstruktion**, die nach HGB und IFRS im Eigenkapital bilanziert werden kann und gleichzeitig steuerlich abzugsfähig ist, entspricht nicht den Prinzipien des österreichischen Steuerrechts und ist daher problematisch.
- Die **Ausgabe von Vorzugsaktien** im Ausmaß von 75% des Grundkapitals, wie im Konzept dargestellt, ist nach derzeitiger Rechtslage nicht zulässig.
- Als **Rechtsrahmen** für die MBG sollen die Regelungen **des § 6 b KStG** (Mittelstandsfinanzierungsgesellschaften kurz MiFiG) herangezogen werden. Dabei stellen sich nach derzeitiger Rechtslage folgende Probleme:
  - Die Aufnahme einer Fremdfinanzierung durch die MBG ist in der MiFiG-Regelung untersagt.
  - Genussrechte dürfen in der MiFiG maximal bis zur Hälfte des Grundkapitals begeben werden.
  - Die ausschließliche Veranlagung in Beteiligungen ohne Substanzbeteiligung (ausschließlich Mezzaninkapital) ist untersagt.
  - Darüber hinaus bestehen schon derzeit erhebliche abwicklungstechnische Probleme im MiFiG-Konzept, welche zu spürbaren Strukturkosten führt. Die AVCO hat darauf unter anderem bereits in ihrer Stellungnahme von März 2002 hingewiesen („Maßnahmenplan 1 zum AVCO White Paper“).
  - Nach Ansicht der Europäischen Kommission steht die MiFiG im Widerspruch zum Europäischen Beihilfenrecht, da sie – so die Argumentation der EK – einen staatlich finanzierten Vorteil gewährt, der auf Ebene des Fondsmanagements und auf Ebene der Beteiligungsunternehmen selektiv ist.
- Die **Kompatibilität** des MBG-Konzepts **mit dem Europäischen Beihilfenrecht** – auch in Hinblick auf das MiFiG-Konzept – ist fraglich.

## 5 Überlegungen zu Kapitalmarktentwicklungen

- Da nur KMUs, die einer Kreditmarktrationierung unterliegen, das Angebot der MBGs überhaupt wahrnehmen würden, sind mit den MBG-Investments jedenfalls spürbare finanzielle Risiken verbunden (Kreditmarktrationierung setzt spürbare Finanzierungsrisiken voraus), wobei die MBG im Gegensatz zu anderen Kapitalanbietern weitgehend auf Kontrollrechte verzichtet. Mittelfristig können sich daraus erhebliche Probleme für MBG-Investments und somit für die MBG-Investoren ergeben.

- Sollte die MBG mit Förderinstrumenten ausgestattet werden, wiegen diese Schwierigkeiten doppelt. MBGs sind in der Lage günstiger als andere Kapitalgeber anzubieten, was die bestehende Nachfrage und die damit verbundenen Risiken hin zu den MBG verlagern würde. Die Folgen der mangelnden Risikokontrolle würden sich allerdings erst mit einiger zeitlicher Verzögerungen zeigen. Insgesamt könnte der vorbörsliche Eigenkapitalmarkt durch eine solche Entwicklung nachhaltig verzerrt und beeinträchtigt werden.
- Über diese grundsätzlichen Aspekte hinaus gibt es auch noch offene Fragen zu Detailkomponenten des Konzepts
  - Am Kapitalmarkt hat es in den letzten Jahren eine Abkehr vom Konzept der börsennotierten Vorzugsaktie gegeben. Vorzugsaktien haben tendenzielle mit Abschlägen bei Börseinführungen zu rechnen. Dies wirkt sich nicht positiv auf die Umsetzung der Ziele des Konzepts aus.
  - Darüber hinaus könnte die systemimmanente negative Selektion im Portfolio die Vorzugsaktionäre tendenziell mit sinkenden Kursen konfrontieren.

## **6 Schlusswort**

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die mit der Studie initiierte Initiative zur Verbesserung des vorbörslichen Kapitalmarktes für Klein- und Mittelbetrieben positiv ist.

Um jedoch ein langfristig erfolgreiches Angebot zu strukturieren, sind nach Meinung der AVCO noch eine Vielzahl von Fragen zu klären. Die aus unserer Sicht wesentlichsten haben wir in dieser Stellungnahme dargestellt.

Die AVCO erklärt die ausdrückliche Bereitschaft und das Interesse, mit den Initiatoren der Studie vertiefende Diskussionen zu führen und sich aktiv einzubringen, um im Interesse der österreichischen Klein- und Mittelbetriebe die Möglichkeiten zur Verbesserung des vorbörslichen Kapitalmarktes zu evaluieren.