

Endbericht

**Der Einfluss von Private Equity (PE) und
Venture Capital (VC) auf Wachstum und
Innovationsleistung österreichischer
Unternehmen**

Wien, Oktober 2006

Diese Studie wurde durchgeführt

im Auftrag von

**Bundesministerium für
Wirtschaft und Arbeit**

Stubenring 1, A-1010 Wien
Tel. +43 1 711 00-0, www.bmwa.gv.at



Wirtschaftskammer Österreich

Wiedner Hauptstrasse 63, PF 197
Tel. +43 1 501 05-0, www.wko.at



durch folgende Institutionen

Teil 1: *Die Wirkung von Private Equity und Venture Capital auf Innovation und Wachstum der Unternehmen*

**Österreichisches Institut
für Wirtschaftsforschung**

Michael Peneder
Gerhard Schwarz

Wien 3, Arsenal, Objekt 20, A-1103 Wien
Tel. +43 1 798 26 01-0, www.wifo.at

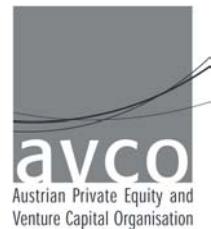


Teil 2: *Wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Stärkung des PE-Marktes*

**AVCO – Austrian Private Equity
and Venture Capital Organisation**

Thomas Jud

Mariahilfer Str. 54/3/6, A-1070 Wien
Tel. +43 1 526 38 05-0, www.avco.at



INHALTSVERZEICHNIS

Einleitung	1
-------------------------	----------

Teil 1: Die Wirkung von Private Equity und Venture Capital auf Innovation und Wachstum der Unternehmen

Executive Summary	4
1 Einleitung.....	11
2 Ergebnisse und Erfahrungen internationaler Impact Studien	13
3 Die besondere Finanzierungsfunktion von Venture Capital	15
4 Das Evaluationsproblem.....	19
5 Daten und Forschungsplan.....	20
5.1 Identifizierung der PE/VC-finanzierten Unternehmen.....	20
5.2 Bestimmung der Kontrollgruppe	21
5.3 Die Unternehmensbefragung.....	23
6 Ausgewählte empirische Ergebnisse der Befragung	24
6.1 Allgemeine Charakterisierung der Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung	24
6.2 Motive und Finanzierungspartner	26
6.3 Das Geschäftsmodell.....	29
6.4 Innovationsverhalten.....	32
7 Impact Analyse.....	35
7.1 Subjektive Bewertung	35
7.2 Quantitative Impact Analyse	36
7.2.1 Zweistufiges Matching	37
7.2.2 Wachstum von Umsatz und Beschäftigung	38
7.2.3 Innovationsleistung und Exportwachstum	44
8 Zusammenfassung.....	45

Teil 2: Wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Stärkung des PE-Marktes

Executive Summary	48
1 Private Equity – Bedeutung und bisherige Entwicklung in Österreich	58
2 Grundprinzipien für das Design öffentlicher Maßnahmen zur Stärkung von PE/VC.....	63
3 Was bei der Umsetzung öffentlicher Maßnahmen zu beachten ist	69
3.1 Innere Funktionsmechanismen von Private Equity.....	69

3.1.1 Techniken zur Erwirtschaftung von Performance	70
3.1.2 Anreizmechanismen für Performanceorientierung und Interessensausgleich	72
3.1.3 Entscheidungs- und Abwicklungsstrukturen, um Anreize zu Geltung zu bringen und Interessenkonflikte zu vermeiden.....	73
3.2 Prinzipien für die Umsetzung von PE-spezifischen Maßnahmenprogrammen.....	76
4 Maßnahmenvorschläge, um die Entwicklung von PE/VC in Österreich zu forcieren.....	78
4.1 Rahmensetzende Maßnahmen – Fondsstrukturen	79
4.2 Rahmensetzende Maßnahmen in Ergänzung zu den Fondsstrukturen	83
4.2.1 Verbesserter Zugang von institutionellen Investoren in PE	84
4.2.2 Awareness- und Infrastrukturmaßnahmen.....	86
4.2.3 Instrumente, die auf das Ertrags-/Risiko-Profil von PE wirken	87
4.2.4 Vermeiden von Instrumenten mit eigenkapitalersetzender Wirkung	89
4.2.5 Bessere Umfeldbedingungen für Unternehmen und unternehmerische Initiative	91
4.3 Direkte Maßnahmen als Impuls für die weitere Entwicklung von PE in Österreich .	92
4.3.1 Fund of Funds Initiative	94
4.3.2 Flankierende Maßnahmen der Unternehmensförderung.....	94
4.3.3 Forcierte Unterstützung der Frühphasenfinanzierung	95
5 Überblick über die Grundprinzipien der Politikgestaltung und die Maßnahmenvorschläge für Österreich.....	96
5.1 Grundprinzipien für das Design und die Umsetzung PE-spezifischer Maßnahmen	97
5.2 Tabellarischer Überblick über die Maßnahmenvorschläge für Österreich.....	99
Teil 3: Anhang	
Fund of Fund (Dachfonds-) Initiative Österreich	102
Fragebogen	106
Literaturverzeichnis	117

Einleitung

Wachstum und Innovation sind seit vielen Jahren die zentralen Begriffe in der wirtschaftspolitischen Diskussion. Im Frühjahr 2000 hat der europäische Rat die Lissabon-Strategie beschlossen, mit der sich die Europäische Union bis zum Jahr 2010 zum wettbewerbsfähigsten und dynamischen wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt entwickeln will. Zwei Jahre danach bei ihrem Gipfeltreffen in Barcelona haben die europäischen Staats- und Regierungschefs diese Strategie weiter spezifiziert und deutlich gemacht, dass für ihre Umsetzung Forschung, Technologieentwicklung und Innovation entscheidende Politikfelder darstellen. Bis 2010, so lauten die Barcelona-Ziele, sollen die Investitionsausgaben für Forschung und Entwicklung innerhalb der EU auf 3% des Bruttoinlandproduktes steigen und der private Sektor soll zumindest zwei Drittel von diesen Investitionsausgaben tragen. Um diese anspruchsvollen Ziele zu erreichen, identifizierte die Europäische Kommission fünf Schlüsselbereiche und setzte dabei auch einen besonderen Schwerpunkt auf „Risk Capital Measures“.

So ambitioniert die Ziele auch sind, die Umsetzungsbemühungen und -erfolge blieben nach den ersten fünf Jahren Lissabon-Strategie deutlich hinter den Erwartungen zurück: Der Abstand zu den USA in Bezug auf Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit hat sich sogar vergrößert, während Wirtschaftsräume wie Indien oder China um ein Vielfaches schneller wachsen als die EU. Angesichts dieser Performance hat die Europäische Kommission im vergangenen Jahr den Neustart der Lissabon-Strategie als "Lissabonner Partnerschaft für Wachstum und Beschäftigung" verkündet. Politikmaßnahmen sollen in Zukunft stärker fokussiert und auf Schwerpunkte hin konzentriert werden. Ganz oben auf der Agenda stehen auch weiterhin Forschung und Innovation für Wachstum sowie die Entwicklung der europäischen Risikokapitalmärkte, wie die Mitteilung der Kommission zur Finanzierung des Wachstums von KMU vom Juni 2006 belegt.

Aber nicht nur auf europäischer Ebene hat man Strategien und Maßnahmen zu Wachstum, Innovation und Risikokapital als einen wesentlichen Faktor der Wachstumspolitik diskutiert. In Österreich wurden durch eine große Expertengruppe im Rahmen der Plattform Innovation des BMWA nationale innovationspolitische Strategien erarbeitet, die im Bereich Risikokapital und Private Equity einen Schwerpunkt setzen. Der Rat für Forschung und Technologieentwicklung hat eine Arbeitsgruppe zur Gründungs- und Wachstumsfinanzierung eingerichtet und auf Basis der Ergebnisse eine Empfehlung ausgesprochen, in der dringend Maßnahmen zur Verbesserung der Rahmenbedingungen für den österreichischen Risikokapitalmarkt gefordert werden. Schließlich hat auch die österreichische Bundesregierung in ihrem Beitrag zum Neustart der Lissabon-Strategie, dem nationalen Reformprogramm für Wachstum und Beschäftigung, auf die Bedeutung von Wagniskapitalmärkten hingewiesen und eine Verbesserung der Rahmenbedingungen sowie Maßnahmen zur Erhöhung des Anteils von Investitionen in Private Equity angekündigt.

Für die konkrete Ausgestaltung und Umsetzung dieser anstehenden Maßnahmen ist es notwendig, die Funktionsweise und die wirtschaftlichen Effekte von Private Equity genau zu kennen und sich dabei auf empirisch gesicherte Fakten stützen zu können.

Vor diesem Hintergrund hat das Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit im Jahr 2004 bereits eine Vorstudie zum Thema „Empirische Untersuchungen und Ergebnisse zur Wirkung von Private Equity und Venture Capital auf die Unternehmensentwicklung“ in Auftrag gegeben. Ziel war es, anhand der verfügbaren internationalen Studien empirisch belegte Auswirkungen von Private Equity zu beschreiben und zu analysieren, sowie die zugrunde liegende Wirkungszusammenhänge aufzuzeigen und herauszuarbeiten, auf welche Weise diese Wirkungen und Effekte im Rahmen eines umfassenden PE-spezifischen Maßnahmenprogramms von der öffentlichen Hand genutzt werden können. Im Rahmen der Studie wurden darüber hinaus die methodischen Grundlagen für eine eigenständige empirische Erhebung der Impacts von Private Equity auf die Unternehmensentwicklung in Österreich entwickelt, um die aktuelle österreichische Situation genau erfassen und entsprechende wirtschaftspolitische Konsequenzen ziehen zu können.

Im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Arbeit und der Bundeswirtschaftskammer Österreich wurde diese empirische Erhebung zu den Impacts von Private Equity in Österreich durchgeführt. Die Ergebnisse sind im nun vorliegenden Endbericht zusammengefasst, der sich in drei Teile gliedert:

Teil 1 beginnt mit einem kurzen Überblick internationaler Untersuchungen zu dem Thema, setzt mit einer theoretischen Begründung der besonderen Finanzierungsfunktion von Private Equity/Venture Capital fort und erläutert danach die methodischen Grundlagen, den Forschungsplan und die verwendeten Daten. Es folgt eine ausführliche Darstellung und Interpretation der wichtigsten Ergebnisse aus der Unternehmensbefragung sowie der Impact-Analyse. Dem Kapitel wird überdies eine kurze Zusammenfassung und wirtschaftspolitische Wertung der Ergebnisse („Executive Summary“) vorangestellt.

Teil 2 erläutert zuerst die Grundprinzipien für das Design und die Umsetzung wirtschaftspolitischer Maßnahmen zur Stärkung von Private Equity. Darauf aufbauend werden dann konkrete Maßnahmenvorschläge zur Verbesserung der Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital in Österreich und zur Steigerung der Beteiligungsaktivitäten formuliert. Eine Übersicht über die Prinzipien der Politikgestaltung und die konkreten Maßnahmenvorschläge für Österreich bilden den Abschluss.

Teil 3 umfasst den Anhang und enthält das Literaturverzeichnis, den Fragebogen, der im Rahmen der empirischen Erhebung verwendet wurde, und die Skizze für ein Fund of Fund Programm in Österreich, das in Zusammenarbeit mit nationalen und internationalen Experten entwickelt wurde.

Teil 1

***Die Wirkung von Private Equity und Venture Capital
auf Innovation und Wachstum der Unternehmen***

Michael Peneder / Gerhard Schwarz, WIFO

Executive Summary

Einleitung und Motivation

Die Gründung, Expansion oder Umstrukturierung eines Unternehmens erfordert einen besonderen Kapitalbedarf, der vor allem bei kleinen, jungen und innovativen Unternehmen oft nicht über traditionelle Finanzierungsquellen gedeckt werden kann. Wenn aufgrund der fehlenden Finanzierung auch Projekte mit guten Ertragsaussichten nicht realisiert werden können, entstehen gesamtwirtschaftliche Verluste durch "Marktversagen".

Institutionelles Risikokapital hilft diese "Finanzierungslücke" zu verringern. Durch die sorgfältige Prüfung (*due diligence*) und Auswahl der Projekte sowie das fortlaufende Monitoring und die Betreuung der Unternehmen durch das spezialisierte Management der Beteiligungsgesellschaften können Informationsprobleme abgebaut und dadurch ein Teil der von traditionellem "Marktversagen" betroffenen Geschäftsfelder aus privaten Mitteln gewinnbringend finanziert werden. Gut entwickelte Märkte für Risikokapital sind auf diese Weise zu einem wichtigen Bestandteil moderner und leistungsstarker Innovationssysteme geworden.

In Abgrenzung zum öffentlichen Handel auf Aktienmärkten werden Eigenkapital bzw. eigenkapitalähnliche Finanzierungen von Unternehmen außerhalb der Börse als *Private Equity* bezeichnet (Jud, 2003; EVCA, 2006). Der Begriff *Venture Capital* ist dabei auf außerbörsliches Beteiligungskapital beschränkt, das in frühen Gründungs- und Wachstumsphasen der Unternehmensentwicklung eingesetzt wird und meist auf eine Minderheitsbeteiligung abzielt (Grabherr, 2006). Daneben kommt Private Equity aber auch für Restrukturierungsanlässe und Eigentümerwechsel in reiferen Unternehmen zur Anwendung.

Private Equity und Venture Capital (PE/VC) unterscheiden sich von anderen Formen des Eigenkapitals unter anderem durch zwei Eigenschaften. Erstens sind die Beteiligungen von beschränkter Dauer. Zweitens werden typischerweise keine Ausschüttungen während der Dauer dieser Beteiligung erwartet. Weil die Rendite für den Kapitalgeber von der beim Verkauf realisierten Wertsteigerung der Beteiligung abhängt, wird der erwirtschaftete Cash-flow meist umgehend in das Unternehmen reinvestiert.

Die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der PE/VC-Beteiligungsmärkte beruht auf drei typischen Funktionen:

- i. Die besondere *Finanzierungsfunktion* beruht darauf, dass PE/VC-Märkte neue Geschäftsfälle erschließen, die in der Regel über keine (hinreichende) alternative Finanzierung aus den traditionellen Kapitalquellen verfügen.
- ii. Die *Selektionsfunktion* besteht in der Zuteilung von Finanzmitteln auf Projekte mit größtmöglicher Rentabilität bei erhöhter Unsicherheit über deren Ertragspotenzial und Risiko.
- iii. Zusätzlich erfüllen PE/VC-Gesellschaften eine *Mehrwertfunktion*, wenn sie als aktive Investoren nicht nur Kapital, sondern z.B. auch Managementerfahrung, wichtige Kontakte oder ein professionelles Geschäftsmodell in das Unternehmen einbringen.

Unter diesen Gesichtspunkten ist es verständlich, dass Venture Capital in keinem internationalen Scoreboard, Benchmarking oder wirtschaftspolitischen Strategiepapier zum Thema Innovations- und Wettbewerbsfähigkeit mehr fehlen darf. Aufgrund der komplexen Funktionsweise der Risikokapitalmärkte besteht aber auch die Gefahr einer *Mythenbildung*, in der überzogene Erwartungen sowie daraus folgende Widersprüche und Enttäuschungen der Umsetzung wirtschaftspolitischer Maßnahmen entgegenstehen. Die vorliegende Studie will daher prüfen, welche Funktionen der PE/VC-Finanzierung anhand konkreter Wirkungen auf die Entwicklung der betroffenen Unternehmen empirisch belegbar sind.

Daten und Methode

Methodische Voraussetzung für die Messung der Wirkung von PE/VC auf die betroffenen Unternehmen ist die Bildung einer Kontrollgruppe von vergleichbaren Beobachtungen, die sich möglichst nur im Beteiligungsstatus der PE/VC-Finanzierung unterscheiden soll. Mithilfe statistischer Matchingverfahren (Propensity Score Modelle) haben wir für die Kontrollgruppe Unternehmen ausgewählt, die in Bezug auf Rechtsform, Branchenzugehörigkeit, regionale Zuordnung, Größe, Alter, Bonität und (soweit verfügbar) ausgewählten Bilanzkennzahlen der Testgruppe möglichst ähnlich sind.

Die Identifizierung der Testgruppe von Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung erfolgte in Kooperation mit der Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation (AVCO). Die Bestimmung der Kontrollgruppe von möglichst ähnlichen "Zwillingsunternehmen" ohne PE/VC-Beteiligung gelang mit Unterstützung des Kreditschutzverbandes von 1870. In der nachfolgend vom WIFO durchgeföhrten Unternehmensbefragung wurden insgesamt 829 Unternehmen angeschrieben. Bei einem Rücklauf von insgesamt 29% haben wir 84 Antworten von Unternehmen mit PE/VC-Finanzierung, sowie 154 Antworten von Unternehmen ohne PE/VC erhalten. Durch die Unterstützung der AVCO wurde bei der

Testgruppe ein sehr hoher Rücklauf von 51% erreicht (verglichen mit 23% in der Kontrollgruppe).

In der Stichprobe ist das "mittlere" Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung 6 Jahre alt und hat 20 Beschäftigte. Die Branchenverteilung der PE/VC-Finanzierung ist mit 49% aller Antworten vorrangig auf unternehmensnahe, wissensintensive Dienstleistungen konzentriert. Innerhalb der Sachgütererzeugung ist der Maschinenbau mit einem Anteil von 10% die größte Gruppe. Der Rest ist über unterschiedliche Branchen der Sachgütererzeugung, des Handels oder anderer Dienstleistungen verstreut.

Empirische Ergebnisse

Ziel der Erhebung ist die empirische Überprüfung der Wirkungen ("Impacts") der PE/VC-Beteiligung auf die Unternehmensentwicklung. Die Bedeutung der besonderen *Finanzierungsfunktion* wird durch die subjektive Einschätzung der Unternehmen im Rahmen von drei qualitativen Fragen bestätigt:

- Auf die Frage, warum die Unternehmen der Kontrollgruppe keine PE/VC-Finanzierung in Anspruch nehmen, verweisen mehr als 52% auf eine ausreichende Selbstfinanzierung, 27% auf genügend Kredite und 26% auf eine hinreichende Finanzierung durch die bisherigen Gesellschafter. Lediglich 17% geben als Beweggrund an, dass sie keine Mitspracherechte abgeben wollen. Weniger als 6% äußern eine grundsätzliche Ablehnung gegenüber PE/VC.
- 64% der Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung geben als Beweggrund an, dass die Finanzierung durch andere Quellen entweder nicht möglich, ausreichend oder attraktiv genug war. Davon war z.B. für knapp 50% der Unternehmen die Kreditfinanzierung als Alternative nicht möglich und für weitere 40% nicht ausreichend.
- 37% der Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung geben sogar an, dass die (weitere) Existenz des Unternehmens ohne diese Finanzierung nicht möglich gewesen wäre. Weitere 47% verweisen auf eine "bessere Entwicklung des Unternehmens durch PE/VC". Diese Werte stimmen weitgehend mit den Ergebnissen anderer europäischer Studien mit gleicher Fragestellung überein.

Die subjektive Einschätzung im Rahmen qualitativer Fragen liefert aber auch konkrete Hinweise auf die *Mehrwertfunktion* der PE/VC-Beteiligung, die neben einer Verbesserung des Finanzierungsmanagements vor allem in einem professionellen, sehr wachstumsorientierten Geschäftsmodell zum Ausdruck kommt:

- 61% der Antworten verweisen auf die "PE/VC-Geber als kompetente Partner für die weitere Entwicklung des Unternehmens" als ein Motiv für die Hereinnahme von PE/VC.
- Auf die Frage, was sich in Folge der PE/VC-Finanzierung im Unternehmen verändert hat, wird das Finanzierungsmanagement an erste Stelle gereiht, gefolgt von zwei klassischen Wachstumsstrategien: Ausweitung der Produktpalette und Ausdehnung des geografischen Absatzgebiets.
- PE/VC-finanzierte Unternehmen messen zudem "aktiv gemanagten Kooperationen mit Kunden, Lieferanten, Forschungseinrichtungen etc." sowie Investitionen in Marketing und Werbung eine größere Bedeutung zu als die Kontrollgruppe.

Nach den subjektiven Einschätzungen im Rahmen qualitativer Antwortkategorien, richtet sich die *quantitative Impact-Analyse* von Unternehmenskennzahlen auf folgende Fragen:

- i. Zeigen Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung eine bessere Innovations-, Export- oder Wachstumsleistung auf als Unternehmen ohne PE/VC?
- ii. Wenn ja, ist das der Fall weil PE/VC-Geber in besonders innovative, exportorientierte und wachstumsfähige Unternehmen investieren oder weil die PE/VC-Beteiligung selbst die Unternehmen leistungsfähiger macht?

In Beantwortung der ersten Frage bestätigen die Ergebnisse in allen drei Dimensionen deutliche Unterschiede zwischen der Test- und der Kontrollgruppe. Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung wachsen nicht nur schneller, sondern nennen vermehrt die EU bzw. Wirtschaftsräume außerhalb der EU als ihre Hauptabsatzmärkte. Sie führen mehr Produkt- und Prozessinnovationen durch und melden dafür häufiger gewerbliche Schutzrechte an. Weiters berichten sie öfter über die Einführung neuer Managementtechniken, Organisationsstrukturen und Marketingstrategien.

Die zweite Frage geht über die Beobachtung signifikanter Unterschiede der beiden Gruppen von Unternehmen hinaus und prüft in einer zweiten Stufe des statistischen Matchingverfahrens, welche davon auf allgemeine Selektionseffekte oder auf der spezifischen Wirkung der PE/VC-Finanzierung beruhen. Das zweite Matchingverfahren wurde angewandt, weil die Befragung gezeigt hat, dass sich die beiden Gruppen von Unternehmen nicht nur in den abhängigen Ergebnisvariablen, sondern auch in einer Reihe erklärender Strukturvariablen unterscheiden. Insbesonders die Einführung einer eigenen Produktinnovation am Markt sowie die geografische Bestimmung der Hauptabsatzmärkte sind mögliche Ursachen für allgemeine Selektionsverzerrungen, für die wir zusätzlich kontrollieren müssen.

Das zweistufige Matchingverfahren führt dabei zu zwei bemerkenswerten Ergebnissen. Zum einen identifiziert es die ursprünglich beobachteten Unterschiede in Bezug auf den Anteil von Produktinnovationen an den Verkaufserlösen bzw. auf das durchschnittliche Exportwachstum als allgemeine Selektionseffekte und nicht als spezifische Impacts der PE/VC-Finanzierung. Zum anderen zeigt die gleiche Methode aber in Bezug auf Umsatz und Beschäftigung einen anhaltend positiven Wachstumsvorsprung der Unternehmen mit PE/VC-Finanzierung. Das führt uns zu den zwei zentralen Schlussfolgerungen dieser Untersuchung:

- PE/VC-Beteiligungen machen die Unternehmen in der Regel nicht innovativer oder exportorientierter, sondern gehen vorrangig an Unternehmen, die bereits überdurchschnittlich innovativ und exportorientiert sind.
- PE/VC-Beteiligungen geben aber zusätzliche Impulse für das Wachstum von Umsatz und Beschäftigung der Unternehmen. Diese PE/VC-spezifischen Impacts sind die Summe aus direkten kausalen Effekten im Sinne der Mehrwertfunktion von aktiv gemanagten Beteiligungen sowie spezifischer Selektionseffekte, die auf die sorgfältige Prüfung und Auswahl der Projekte im Rahmen der *due diligence* zurückgehen¹⁾.

Betrachten wir weiters den Wertebereich aller Impact-Faktoren auf das Wachstum von Umsatz und Beschäftigung für unterschiedliche Spezifikationen des Modells, so liegen diese zwischen 0,5 und 3,4; d.h. das Vorhandensein einer PE/VC-Finanzierung hebt das durchschnittliche Wachstum der Unternehmen zwischen 50% bis mehr als 300%. Aufgrund der großen Variation und der Tatsache, dass Impacts in der Vergangenheit nicht automatisch auf beliebige weitere Unternehmen in der Zukunft übertragbar sind, muss man die konkreten Werte mit einer gewissen Zurückhaltung interpretieren. Wir wählen daher die Untergrenze der beobachteten Impact-Faktoren als konservative Faustregel. Zusammenfassend bedeutet das, dass *wir für Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung mindestens ein um 70% höheres Wachstum der Umsätze sowie um 50% höheres Wachstum der Beschäftigung erwarten können als in Kontrollgruppen mit weitestgehend vergleichbaren Unternehmen*²⁾.

¹⁾ Der spezifische Selektionseffekt umfasst alle nicht beobachtbaren Auswahlkriterien, die im Rahmen der *due diligence* zum Tragen kommen aber vom Modell nicht getrennt identifiziert werden. Es handelt sich dabei um eine PE/VC-spezifische Allokationsleistung, ohne welche die Finanzierung nicht möglich wäre.

²⁾ Die Ergebnisse für das Umsatzwachstum sind sehr robust und in jeder der verwendeten Modellspezifikationen signifikant. Im Gegensatz dazu sind die Impact-Faktoren für das Beschäftigungswachstum zwar alle positiv, aber nicht immer signifikant.

Wirtschaftspolitische Wertung

Die empirischen Ergebnisse bestätigen die Bedeutung aller drei zu Beginn angeführten gesamtwirtschaftlichen Funktionen der PE/VC-Märkte. Die besondere Finanzierungsfunktion reduziert das durch die Kombination von Unsicherheit und asymmetrischer Information entstehende *Marktversagen* traditioneller Kapitalmärkte. Dass die Mehrzahl der Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung ohne diese nicht in der Lage wäre, die angestrebten Wachstumsziele zu erreichen bzw. gar nicht existieren könnte, ist bereits eine erste und sehr direkte Wirkung. Dieser Impact wäre auch dann relevant, wenn z.B. PE/VC-finanzierte Unternehmen sich in ihren Leistungskennzahlen von anderen nicht unterscheiden würden.

Zusätzlich führt die Selektionsfunktion dazu, dass PE/VC-Gesellschaften meist in überdurchschnittlich innovative und exportorientierte Unternehmen investieren. Auch wenn daraus noch kein unmittelbarer kausaler Effekt auf das einzelne Unternehmen hervorgeht, so unterstützen (bei Fehlen hinreichender alternativer Finanzierungsquellen) die PE/VC-Märkte damit die Modernisierung und den *Strukturwandel* einer Volkswirtschaft insgesamt. Schließlich bestätigen die Ergebnisse, dass PE/VC-Geber noch einen Mehrwert durch *direkte Wachstumsimpulse* in den betroffenen Unternehmen leisten, indem sie z.B. verstärkt auf die Vermarktung neuer Produkte hinwirken. Diese Erklärung stimmt auch mit vielen Erfahrungsberichten überein, die betonen, dass Venture Capital die professionelle Kommerzialisierung der geleisteten Innovationen vorantreibt³⁾.

Die Verringerung von Wohlfahrtsverlusten durch Marktversagen, der positive Beitrag zum gesamtwirtschaftlichen Strukturwandel sowie zusätzliche Wachstumsimpulse in den betroffenen Unternehmen sind somit drei gute Gründe, warum eine moderne Unternehmens- und Standortpolitik der Bildung funktionierender und leistungsstarker PE/VC-Beteiligungsmärkte besondere Aufmerksamkeit schenken sollte.

Das Hauptaugenmerk sollte sich dabei nicht auf öffentliche Förderungen, sondern auf die Schaffung optimaler Rahmenbedingungen richten. In Österreich gibt es derzeit vor allem bei der legistischen Gestaltung neuer Fondsstrukturen Handlungsbedarf. Das traditionelle Instrument der Mittelstandfinanzierungs-GmbH wurde zwar unter Fördergesichtspunkten großzügig gestaltet (Peneder – Wieser, 2002), stellt aber eine österreichische "Insellösung" dar, die nicht dem internationalen Standard entspricht. Dieser orientiert sich zunehmend am angelsächsischen Modell der Limited Partnership (LP). Generell geht es darum, eine legistische Lösung dafür zu finden, dass Beteiligungen, die über eine PE/VC-Gesellschaft als

³⁾ Interessant ist in diesem Zusammenhang auch folgendes Zitat aus einer offenen Antwortkategorie der Unternehmensbefragung: "PE/VC macht aus Forschungsprojekten echte Unternehmen"!

zusätzlichem Finanzintermediär in ein Unternehmen eingebracht werden, steuerlich gleich behandelt werden, wie direkte Beteiligungen von Finanzinvestoren an einem Unternehmen ohne PE/VC-Gesellschaft als Intermediär (Grundsatz der Steuertransparenz).

Die komplexe Funktionsweise der PE/VC-Märkte spricht tendenziell gegen den Einsatz direkter Förderinstrumente und einfacher Interventionskanäle, z.B. in Form von öffentlich dotierten PE/VC-Gesellschaften. Einzige Ausnahme sind Fonds, die sehr konsequent Unternehmen in der frühesten Stufe der Unternehmensentwicklung finanzieren, wo es praktisch keine Verdrängung von privaten Kapitalgebern gibt. Allerdings muss man in Erinnerung rufen, dass die Überwindung der "Finanzierungslücke" nicht bloß die Bereitstellung von Kapital, sondern vor allem die Lösung der Informationsprobleme voraussetzt. Geschieht das Eine ohne das Andere, führt das zu beträchtlichen Verlusten auf Kosten der Allgemeinheit. Daraus folgt, dass öffentlich finanzierte Beteiligungsfonds (für Seedfinanzierung) vor allem in die sehr aufwendige Auswahl und professionelle Betreuung der Projekte investieren müssen. Selbst bei relativ kleinen Volumina könnte eine solche Finanzierung dann positive Signale an private Investoren in späteren Entwicklungsphasen senden.

Ein weiterer Weg, um das insgesamt niedrige Niveau der PE/VC-Beteiligungen in Österreich zu heben, ist die Nutzung von öffentlichen Garantieinstrumenten. Diese müssen selbstverständlich der Unsicherheit entsprechende Prämienleistungen und Eigenrisiko zur Vermeidung von Anreizproblemen enthalten. In einem relativ kleinen Markt können solche Instrumente Vertrauen schaffen und v.a. eine Einstiegshilfe für neue Investoren sein, die mit diesem Instrument noch wenig Erfahrung haben.

1 Einleitung

Die Gründung, Expansion oder Umstrukturierung eines Unternehmens erfordert einen besonderen Kapitalbedarf, der bei hoher Unsicherheit und Problemen asymmetrischer Information oft nicht über traditionelle Finanzierungsquellen gedeckt werden kann. Wenn aufgrund der fehlenden Finanzierung auch Projekte mit guten Ertragsaussichten nicht realisiert werden können, entstehen gesamtwirtschaftliche Verluste durch "Marktversagen".

In Abgrenzung zum öffentlichen Handel auf Aktienmärkten werden Eigenkapital bzw. eigenkapitalähnliche Finanzierungen von Unternehmen außerhalb der Börse als *Private Equity* bezeichnet (Jud, 2003; EVCA, 2006). Der Begriff *Venture Capital* ist dabei auf außerbörsliches Beteiligungskapital beschränkt, das in frühen Gründungs- und Wachstumsphasen der Unternehmensentwicklung eingesetzt wird und meist auf eine Minderheitsbeteiligung abzielt (Grabherr, 2006). Daneben kommt Private Equity aber auch für Restrukturierungsanlässe und Eigentümerwechsel in reiferen Unternehmen zur Anwendung.

Private Equity und Venture Capital (PE/VC) unterscheiden sich von anderen Formen des Eigenkapitals unter anderem durch zwei Eigenschaften. Erstens sind die Beteiligungen von beschränkter Dauer. Zweitens werden typischerweise keine Ausschüttungen während der Dauer dieser Beteiligung erwartet. Weil die Rendite für den Kapitalgeber von der beim Verkauf realisierten Wertsteigerung der Beteiligung abhängt, wird der erwirtschaftete Cash-flow meist umgehend in das Unternehmen reinvestiert.

Durch die sorgfältige Prüfung (*due diligence*) und Auswahl der Projekte sowie die fortlaufende Kontrolle und Betreuung der Unternehmen gelingt es, Informationsasymmetrien zu verringern und so einen Teil der von traditionellem "Marktversagen" betroffenen Geschäftsfelder aus privaten Mitteln gewinnbringend zu finanzieren. Gut entwickelte Märkte für Venture Capital sind auf diese Weise zu einem wichtigen Bestandteil moderner und leistungsstarker Innovationssysteme geworden. Zahlreiche Erfolgsgeschichten namhafter Unternehmen – häufig aus den USA und in den neuen Informations-, Kommunikations- oder Biotechnologien tätig – zeigen, wie in jeweils kritischen Phasen der Unternehmensentwicklung ambitionierte Geschäftsideen mithilfe von VC-Beteiligungen umgesetzt wurden⁴⁾). Über solche Einzelbeispiele hinausgehend zeigen einfache Korrelationen auf gesamtwirtschaftlicher Ebene, dass Länder mit einem hohen Anteil der

⁴⁾ Die National Venture Capital Association (2002) bietet eine umfangreiche Liste von Fallbeispielen VC-finanzierter Unternehmen in den USA.

Frühphasen Venture Capital Finanzierung am BIP in der Regel auch durch (i) eine gute Ausstattung mit Humanressourcen; (ii) hohe Ausgaben für Forschung und Entwicklung; (iii) einer großen Anzahl von Patenten; sowie (iv) einem stärker ausgeprägten Strukturwandel in Richtung "wissensorientierte Ökonomie" gekennzeichnet sind (Peneder, 2006).

Unter diesen Voraussetzungen ist es nicht verwunderlich, dass Venture Capital in keinem internationalen Scoreboard, Benchmarking oder wirtschaftspolitischen Strategiepapier zum Thema Innovations- und Wettbewerbsfähigkeit mehr fehlen darf. Aufgrund der komplexen Funktionsweise der PE/VC-Märkte besteht aber auch die Gefahr einer *Mythenbildung*, in der überzogene Erwartungen und die Vorstellung einfach bedienbarer Interventionskanäle, sowie daraus folgende Widersprüche, Enttäuschungen und begründete Skepsis, dem Verständnis konkreter Wirkungsmechanismen und damit auch der Umsetzung wirtschaftspolitischer Maßnahmen entgegenstehen.

Der Schlüssel für den Erfolg des PE/VC-Geschäftsmodells liegt in der Herausbildung spezialisierter Instrumente zur Lösung von Anreiz- und Informationsproblemen, mit deren Hilfe PE/VC-Kapitalgeber neue Segmente der Unternehmensfinanzierung erschließen können (Peneder - Wieser, 2002). Die konkreten Wirkungsmechanismen lassen sich anhand von drei typischen Funktionen unterscheiden:

- i. Die besondere *Finanzierungsfunktion* beruht darauf, dass PE/VC-Märkte neue Geschäftsfälle erschließen, die in der Regel über keine (hinreichende) alternative Finanzierung aus den traditionellen Kapitalquellen verfügen.
- ii. Die *Selektionsfunktion* besteht wie bei allen Kapitalmärkten in der Zuteilung von Finanzmitteln auf Projekte mit größtmöglicher Rentabilität. Die PE/VC-Märkte erfüllen diese Funktion in Fällen mit besonders hohem Ertragspotential bei gleichzeitig großem Risiko und Problemen asymmetrischer Information.
- iii. Zusätzlich erfüllen PE/VC-Gesellschaften eine *Mehrwertfunktion*, wenn sie als aktive Investoren nicht nur Kapital, sondern z.B. auch Managementerfahrung, wichtige Kontakte oder ein professionelles Geschäftsmodell in das Unternehmen einbringen.

Die spezialisierten Leistungen der PE/VC-Anbieter haben aber auch ihren Preis. Neben den hohen Ertragserwartungen besteht dieser vor allem in der Abgabe von Kontrollrechten an einen aktiven Investor. Unternehmen, die ihren Finanzbedarf aus günstigeren traditionellen Quellen stillen können, werden das daher im Regelfall tun.

Ziel dieser Untersuchung ist es, die Wirkungen der PE/VC-Beteiligungen auf die dadurch finanzierten Unternehmen möglichst umfassend zu erfassen. Im Kern dreht sich die Untersuchung um folgende Fragen: Erstens, welche Unterschiede gibt es in der

Performance zwischen Unternehmen mit bzw. ohne PE/VC-Beteiligung. Zweitens, sind die Unterschiede darauf zurückzuführen, dass (i) PE/VC-Geber in besondere Unternehmen investieren oder darauf, dass (ii) die PE/VC-Finanzierung diese zu besonderen Unternehmungen macht?

Die Studie beginnt in Abschnitt 2 mit einem kurzen Überblick internationaler Untersuchungen zu dem Thema und setzt in Abschnitt 3 mit einer theoretischen Begründung der besonderen Finanzierungsfunktion von PE/VC fort. Abschnitt 4 erklärt das grundlegende Evaluationsproblem bei der Beurteilung kausaler Effekte. Abschnitt 5 beschreibt den Forschungsplan und die verwendeten Daten. Abschnitt 6 fasst die wichtigsten Ergebnisse der Unternehmensbefragung zusammen, während Abschnitt 7 die eigentliche Impact Analyse präsentiert. Abschnitt 8 fasst die Ergebnisse zusammen und zieht daraus wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen.

2 Ergebnisse und Erfahrungen internationaler Impact Studien

In den letzten Jahren hat sich eine noch kleine aber rasch wachsende Literatur zum Thema Wirkungsanalysen von Venture Capital gebildet. Die konkreten Fragestellungen sind dabei ebenso heterogen wie die verwendeten Ansätze und Methoden. Diese reichen von fragwürdigen Hochrechnungen makroökonomischer Effekte (NVCA, 2002) über einfache Unternehmensbefragungen (z.B. EVCA, 2001, 2002), die Aufschluss über die subjektive Einschätzung der an der Erhebung beteiligten VC-finanzierten Unternehmen wiedergeben, bis hin zu anspruchsvollen mikroökonomischen Verfahren, die versuchen, der tatsächlichen Entwicklung im einzelnen Unternehmen eine "kontrafaktische" Beobachtung über dessen wahrscheinliche Entwicklung ohne die PE/VC-Finanzierung gegenüberzustellen (z.B. Bottazzi – Da Rin, 2002; Engel, 2003).

Der Vielfalt von Forschungsansätzen folgt auch eine Vielzahl unterschiedlicher Ergebnisse, die bereits in einer Vorstudie zu dieser Untersuchung ausführlich dargestellt und bewertet wurden (Peneder, 2006). Wenn wir die wichtigsten Resultate kurz in Erinnerung rufen, dann zeigen beispielsweise *Bygrave, Lange, Kotha und Stock* (2001) für die IT-Branche und ihre zahlreichen Submärkte im kalifornischen Silicon Valley, dass der Wendepunkt in der VC-Finanzierung regelmäßig zeitlich vor jenem der Umsatzentwicklung liegt. Sie bestätigen somit, dass die VC-Investitionen tatsächlich auf frühe Phasen des Produktlebenszyklus konzentriert sind. Ebenfalls mit US-Branchendaten arbeitend, schätzen *Kortum und Lerner* (2000), dass die VC-Finanzierung in dem Jahrzehnt bis 1992 insgesamt für 8% und 1998 bereits für rund 14% der angemeldeten industriellen Patente verantwortlich sei. Ähnlich wie *Kortum und Lerner* für die USA versucht auch *Tykrová* (2000) eine Schätzung mit

Sektordaten für Patentanmeldungen deutscher Unternehmen. Im Ergebnis ist der Einfluss der VC-Finanzierung auf den Output an Patenten signifikant positiv. Eine Verdoppelung des VC-Volumens würde demnach einen Anstieg der deutschen Patente um 12% und die Verdopplung der Anzahl VC-finanzierter Unternehmen einen Zuwachs von 21% bewirken.

Zu einem anderen Ergebnis kommen *Engel und Keilbach* (2002), die den Einfluss der VC-Finanzierung auf die Anzahl der Patentanmeldungen mit Mikrodaten für einzelne Unternehmen untersuchen. Sie bestätigen vor allem einen positiven Selektionseffekt. Innovative Unternehmen haben eine höhere Wahrscheinlichkeit einer VC-Beteiligung und die VC-finanzierten Unternehmen wachsen dann auch schneller als die "Zwillingsunternehmen" in der Kontrollgruppe. Das Innovationsverhalten nach erfolgter VC-Beteiligung unterscheidet sich aber nicht mehr signifikant von dem anderer Unternehmen, wenn für das Niveau der Patentanmeldungen zum Zeitpunkt der Unternehmensgründung kontrolliert wird. Die Autoren schließen daraus, dass Venture-Kapitalisten eher innovative Firmen finanzieren, dann aber verstärkt auf die Vermarktung der Produkte hinwirken und damit das Unternehmenswachstum beschleunigen.

Das Wachstum der Unternehmen ist daher auch die häufigste Zielvariable der Impact-Analysen. So vergleichen z.B. *Manigart und Van Hyfte* (1999) die Bilanzdaten von VC-finanzierten Unternehmen in Belgien mit einer nach Gründungsjahr und ursprünglicher Bilanzsumme vergleichbaren Kontrollgruppe. Deutlich größer als in der Vergleichsgruppe ist aber nur das Wachstum der Bilanzaktiva sowie des Cash-flows, nicht aber jenes von Umsatz und Beschäftigung. Als mögliche Erklärung verweisen sie auf die hohen Kosten der VC-Finanzierung, die bewirkt, dass jene Projekte mit den größten Erfolgsaussichten auch auf den herkömmlichen Kapitalmärkten bedient werden und daher keine VC-Beteiligung eingehen. Der wichtigste "Impact" der VC-Beteiligung besteht dann in ihrer Finanzierungsfunktion für Unternehmen "an der Grenze", d.h. solchen Unternehmen, deren Ertrags-Risikoprofil gerade keine Finanzierung mit traditionellen Instrumenten mehr zulässt. Ähnlich weisen auch *Bottazzi und Da Rin* (2002) vor allem auf die Finanzierungsfunktion für solche Unternehmen "an der Grenze" hin. Sie vergleichen ausschließlich Unternehmen, die neu an der Börse eingeführt wurden, wobei VC-finanzierte Unternehmen beim Börsengang signifikant mehr Kapital aufbringen konnten als nicht VC-finanzierte Unternehmen. Sie betonen daher, dass die VC-Finanzierung vielen innovativen Unternehmen geholfen hat, ihr Wachstum zu finanzieren, können aber keinen statistisch signifikanten Einfluss der VC-Finanzierung auf das Wachstum der an der Börse gelisteten Unternehmen selbst nachweisen.

Im Gegensatz dazu findet *Engel* (2002, 2003) für deutsche Unternehmen signifikant positive Wachstumseffekte durch die VC-Finanzierung, wobei er dieses Ergebnis mit zwei unterschiedlichen Verfahren bestätigt. In der ersten mikroökonomischen Schätzung mit Selektionsfehlerkorrektur (siehe Heckman et al., 1999) erzielen VC-finanzierte Unternehmen ein um rund 170 Prozentpunkte höheres Beschäftigungswachstum als andere vergleichbare Unternehmen (*Engel*, 2002). In der zweiten Untersuchung kommt er unter Anwendung eines statistischen Matchingverfahrens zu dem Ergebnis, dass VC-finanzierte Unternehmen mit einem Impact Faktor von 118 Prozent ein mehr als doppelt so hohes jährliches Beschäftigungswachstum erzielen als die Kontrollgruppe (*Engel*, 2003).

Im Vergleich der unterschiedlichen Forschungsansätze ist jener von *Engel* (2003) richtungweisend, weil er am konsequentesten die vor allem aus der Arbeitsmarktforschung bekannten Evaluationsmethoden auf die VC-Impactforschung überträgt. Ebenso wie *Engel* (2003) werden wir daher für die Impact-Analyse ausschließlich Mikrodaten verwenden und versuchen, kausale Effekte durch die möglichst weitgehende Kontrolle von Selektionsfehlern im Rahmen eines statistischen Matchingverfahrens zu identifizieren.

3 Die besondere Finanzierungsfunktion von Venture Capital⁵⁾

Die Abbildung 1A bis 1C weiter unten illustrieren die besondere Finanzierungsfunktion von Private Equity und Venture Capital (PE/VC). Die Diagramme werden von zwei unabhängigen Achsen aufgespannt: dem Erwartungswert der Gewinne $E(\pi)$, sowie dem Ausmaß der Unsicherheit $\text{Var}(\pi)$. Die Abbildungen zeigen für alle möglichen Projekte den Erwartungswert des Gewinnes und die zugehörige Unsicherheit des Projekterfolgs in Form der Varianz. Die $\text{Var}(\pi)$ wird entlang der 45° -Diagonale aufgetragen und nicht wie andernfalls üblich orthogonal im Winkel von 90° ⁶⁾. Die vertikale Achse zeigt den Erwartungswert der erzielbaren Gewinne aus den möglichen Finanzierungsprojekten, wenn $E(\pi)>0$ gilt, und die horizontale Achse analog für Projekte mit einem erwarteten Verluste ($E(\pi)<0$). Die erwarteten Gewinne und Verluste entsprechen natürlich der gleichen Dimension $E(\pi)$, sind aber an der vom Ursprung $E(\pi) = 0$ ausgehenden 45° -Diagonale gespiegelt. Jedes Projekt fällt entweder in das obere (profitabel) oder das untere Dreieck (nicht profitabel) bzw. auf die

⁵⁾ Dieser Abschnitt beruht auf einer vom Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit (BMWA) finanzierten Voruntersuchung zu dieser Studie. Er bildet die theoretische Fundierung der empirischen Erhebung und wird aus diesem Grund auch hier übernommen. Mein besonderer Dank gilt Thomas Url für kritische Fragen und wertvolle Anregungen zu diesem Abschnitt.

⁶⁾ Weil die Basisvektoren nicht im 90° -Winkel zueinander stehen, nennt man den in den Diagrammen aufgespannten geometrischen Raum "oblique" (oder "schief") anstelle von "orthonormal" (siehe z.B. Sharma, 1996).

Diagonale (break even). Die Fläche unter bzw. auf der Diagonale zeigt alle Projekte, die im Erwartungswert keinen Gewinn machen und daher auch keine Finanzierung bekommen. Für alle Punkte in der Fläche oberhalb der Diagonale ist der Erwartungswert der Gewinne aus dem Finanzierungsprojekt positiv.

Im Idealfall vollkommener Märkte ohne Informationsprobleme wird die Menge der finanzierbaren Projekte für risikoneutrale Kapitalgeber ausschließlich durch den Erwartungswert der Gewinne bestimmt und ist daher unabhängig von der absoluten Höhe der Unsicherheit $Var(\pi)$. Sie entspricht somit der schraffierten Fläche oberhalb der Diagonale in Abbildung 1A, wobei die Gewährung einer Finanzierung von der folgenden diskreten Entscheidungsfunktion abhängt:

$$(1) \quad F(\pi) = \begin{cases} 1 & \text{falls } E(\pi) > 0 \\ 0 & \text{falls } E(\pi) \leq 0 \end{cases}$$

Auf unvollkommenen Märkten mit asymmetrischer Information entstehen zusätzliche Kosten m für die sorgfältige Auswahl und das spätere Monitoring der Projekte, mit deren Hilfe Probleme von Qualitäts- und Verhaltensunsicherheit ("adverse selection", "moral hazard") vermieden werden. In Abbildung 1B verschiebt sich daher die Grenze der finanzierbaren Projekte bei gegebener $Var(\pi)$ um den vertikalen Abstand m zur Diagonale nach oben. In der Abbildung nehmen wir an, dass die Monitoringkosten bis zu einem kritischen Niveau $Var(\pi) = k$ vernachlässigbar gering sind und auf die Finanzierungsentscheidung keinen Einfluss haben, danach aber überproportional mit der Unsicherheit des Projektes ansteigen. In dieser Situation entsteht eine *Finanzierungslücke*, weil selbst für risikoneutrale Kapitalgeber bei zunehmender Unsicherheit Projekte aufgrund der steigenden Prüf- und Monitoringkosten nicht mehr finanzierbar sind (obwohl bei vollkommener Information der Erwartungswert der Erträge positiv ist):

$$(2) \quad F(\pi, m) = \begin{cases} 1 & \text{falls } E(\pi) > m \\ 0 & \text{falls } E(\pi) \leq m \end{cases}, \text{ wobei für } m \text{ gilt: } \begin{cases} m > 0 & \text{falls } Var(\pi) > k \\ m = 0 & \text{falls } Var(\pi) \leq k \end{cases}$$

In der Abbildung nehmen wir ferner an, dass die Prüf-, Beratungs- und Kontrollkosten m progressiv mit der Unsicherheit $Var(\pi)$ steigen.

In dieser Situation nutzen PE/VC-Beteiligungsgesellschaften als spezialisierte Finanzintermediatoren die Chance, ein eigenes Marktsegment zu erschließen, wobei das typische Tätigkeitsfeld einerseits durch die Nichtfinanzierbarkeit mittels traditioneller Finanzierungsinstrumente und andererseits durch das spezielle Chancen-/Risiko-Profil (d.h. der Kombination aus Erwartungswert und Varianz der Netto-Erträge) beschränkt ist. Die Grenze der gerade noch finanzierbaren Projekte wird dabei z.B. durch deren Auswahl im

Rahmen sorgfältiger Prüfungen ("due-diligence"), die begleitende Beratung der mitunter noch wenig erfahrenen Unternehmensführung sowie das umfassende Monitoring der Unternehmensentwicklung nach außen verschoben (Abbildung 1C). Dahinter steht die Annahme, dass durch *Spezialisierungsvorteile* die Kosten der Überwindung von Informationsproblemen für ein bestimmtes Projekt im Falle von Venture Capital (m_{VC}) geringer sind als bei traditionellen Finanzmarktinstrumenten (m_{tr}).

Was für eine auf dieses Geschäftsfeld spezialisierte Beteiligungsgesellschaft gerade noch vertretbare Kosten darstellt, wäre im normalen Kreditgeschäft einer Bank meist mit einem unvertretbaren Prüf- und Kontrollaufwand verbunden. Unter der plausiblen Annahme, dass die Schaffung dieser Spezialisierungsvorteile beträchtliche zusätzliche Fixkosten (z.B. für die Schaffung eigener Beteiligungsgesellschaften und neuer Organisationsformen, die Entwicklung oder den Zukauf von Branchen Know-how, etc.) verursacht, wird die dadurch zusätzlich verteuerte PE/VC-Finanzierung nur für jene Unternehmen interessant sein, die keine hinreichende Möglichkeit zur Finanzierung mit traditionellen Instrumenten sehen. Dieser Mechanismus der Selbstselektion führt dazu, dass die Finanzierung über PE/VC praktisch kaum in Konkurrenz zu traditionellen Formen der Unternehmensfinanzierung tritt.

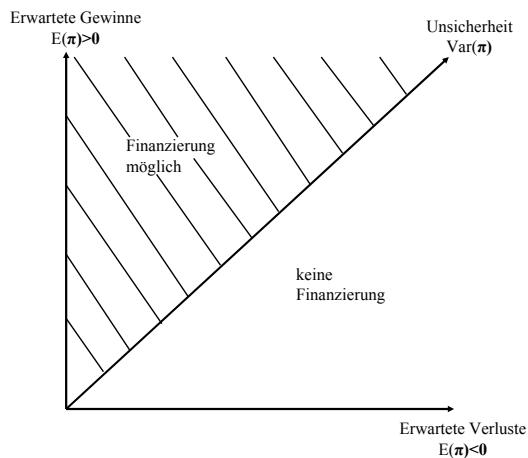
Wenn die angeführten Annahmen zutreffen und PE/VC-Beteiligungen großteils neue Finanzierungsanlässe erschließen, kommt ihnen besonders unter dem Blickwinkel von Technologie- und Unternehmenspolitik auch eine über den Finanzmarkt hinausgehende gesamtwirtschaftliche Bedeutung zu. Ein Finanzmarkt, der zusätzlich zu den traditionellen Instrumenten ein entwickeltes Segment für PE/VC-Beteiligungen umfasst, schließt durch seine spezifische Selektionsfunktion und die begleitende Betreuung der Projekte einen Teil der durch die asymmetrische Information verursachten "Finanzierungslücke" und erweitert durch das besser ausdifferenzierte Angebot die Menge erfolgreich finanzierbarer Projekte:

$$(3) \quad F(\pi, m_{tr}) + F(\pi, m_{VC}) \geq F(\pi, m_{tr}).$$

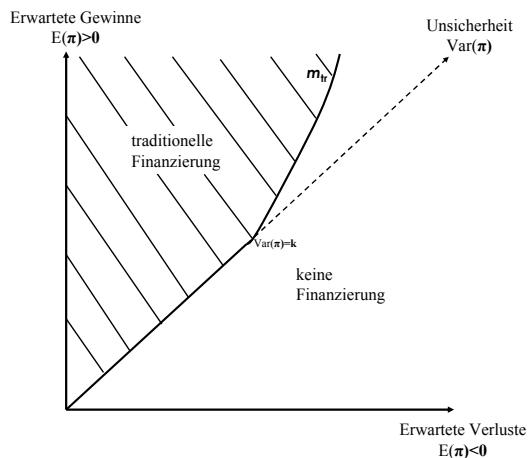
Die besonderen Prüf-, Beratungs- und Kontrollkosten m_{VC} sind somit maßgeblich für die Überwindung der Informationsprobleme und damit für das Zustandekommen der Finanzierung verantwortlich und stellen eine genuine Mehrleistung des PE/VC-Beteiligungsmarktes dar.

Abbildung 1: Der Beitrag von PE/VC zur Verringerung der "Finanzierungslücke"

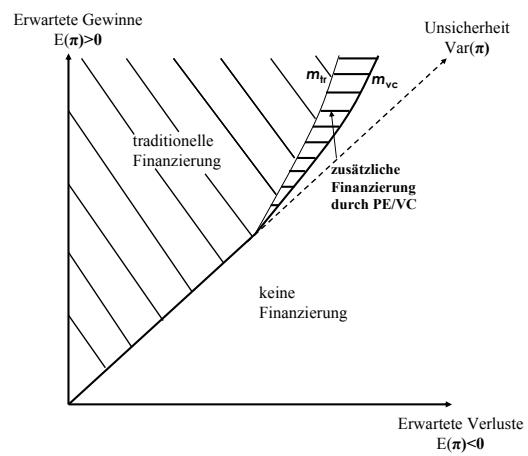
A. Vollkommene Kapitalmärkte ohne Informationsprobleme



B. Unvollkommene Märkte mit asymmetrischer Information ohne PE/VC Anbieter



C. Unvollkommene Märkte mit asymmetrischer Information und PE/VC Anbieter



4 Das Evaluationsproblem

Das grundlegende Problem aller Evaluierungsmethoden besteht im Fehlen der alternativen Beobachtung *mit* bzw. *ohne* spezieller Behandlung ("treatment") für dieselbe Beobachtungseinheit. Im vorliegenden Fall bedeutet das, dass ein Unternehmen entweder über eine Finanzierung durch PE/VC verfügt oder nicht, nie aber beides zugleich zutreffen kann. Wir wissen daher nicht, wie sich ein bestimmtes Unternehmen mit (ohne) PE/VC-Finanzierung entwickeln würde, wenn es diese Finanzierung nicht (doch) erhalten hätte. Mit anderen Worten: die kausale Wirkung ("impact"), die der Differenz der Unternehmensentwicklung *mit* bzw. *ohne* die PE/VC-Finanzierung unter ansonsten identen Ausgangsbedingungen entspricht, ist nicht direkt beobachtbar. Sie kann nur als hypothetische Größe, d.h. im Vertrauen auf bestimmte theoretische Annahmen und unter Verwendung statistischer bzw. ökonometrischer Methoden, geschätzt werden.

In Anlehnung an die Notation von Heckman et al. (1999) stellt sich das Evaluationsproblem in dieser Untersuchung wie folgt dar⁷): Alle Unternehmen i befinden sich in einem von zwei alternativen Zuständen: $D=1$ im Falle einer PE/VC-Finanzierung oder $D=0$, wenn keine PE/VC-Finanzierung vorliegt. Die Zielvariable Y^i entspricht der untersuchten Leistungskennzahl (z.B. das durchschnittliche jährliche Wachstum der Unternehmen) und ist eine Funktion struktureller Bestimmungsfaktoren X^i (z.B. der Unternehmensgröße oder Branchenzugehörigkeit) sowie idiosynkratischer Abweichungen U^i , von denen wir annehmen, dass sie unabhängig und zufallsverteilt sind, d.h. keine systematische Ursache haben.

Für jedes Unternehmen interessieren uns die zwei möglichen alternativen Ergebnisse Y_0 ohne bzw. Y_1 mit PE/VC-Finanzierung:

$$(4a) \quad Y_0 = \mu_0(X) + U_0 = E(Y_0 | X) + U_0, \text{ und}$$

$$(4b) \quad Y_1 = \mu_1(X) + U_1 = E(Y_1 | X) + U_1.$$

Wenn die beobachtbaren Strukturvariablen X tatsächlich alle systematischen Einflussgrößen auf die Realisierung einer PE/VC-Finanzierung D erfassen, dann gilt die *Annahme der bedingten Unabhängigkeit*, die besagt, dass nach Kontrolle für den Einfluss von X auf Y die Zielgröße und der Erhalt der PE/VC-Finanzierung voneinander unabhängig sind: $(Y_0 \perp D) | X$ (Rubin, 1977). Der *Impact* der PE/VC-Finanzierung ergibt sich dann aus der Differenz der beiden alternativen Zustände:

⁷) Siehe auch Blundell and Costa Dias (2002).

$$(5) \quad Impact = \Delta = Y_1 - Y_0.$$

Unter der Annahme $U_1 - U_0 = 0$ gilt für das Standardregressionsmodell mit konstantem durchschnittlichen Effekt α der PE/VC-Finanzierung auf die Zielgröße Y :

$$(6) \quad Y_i = \beta X_i + \alpha D_i + U_i.$$

Wird die Annahme der bedingten Unabhängigkeit nicht erfüllt, dann ist aufgrund der Korrelation von D mit U die beobachtete Differenz der Zielgröße $Y_1 - Y_0$ durch einen zusätzlichen Selektionseffekt s verzerrt:

$$(7) \quad \alpha = \delta Y / \delta D - s.$$

Der nachfolgende Forschungsplan zielt darauf ab, einen umfassenden Vektor beobachtbarer Strukturvariablen X zu identifizieren, mit dessen Hilfe die Wirkung der PE/VC-Finanzierung möglichst eng auf den reinen Mehrwerteffekt dY/dD sowie den verbleibenden (weil im Rahmen der *due diligence* unbeobachtbaren und daher nicht hinreichend modellierbaren) spezifischen Selektionseffekt s eingegrenzt wird.

5 Daten und Forschungsplan

Die Datenbasis für dieses Projekt setzt sich aus drei verschiedenen Quellen zusammen. Erstens den gesammelten Adressen von in Österreich ansässigen PE/VC-finanzierten Unternehmen. Zweitens, der Unternehmensdatenbank des Kreditschutzverbands von 1870 (KSV), die in Kombination mit der Herold Adressdatenbank dazu verwendet wurde, für die PE/VC-finanzierten Unternehmen eine Kontrollgruppe möglichst ähnlicher "Zwillingsunternehmen" zu bestimmen. Die dritte Datenquelle besteht schließlich in einer umfassenden schriftlichen Befragung sowohl der PE/VC-finanzierten Unternehmen als auch der Kontrollgruppe, die vom WIFO mit Unterstützung der Austrian Private Equity & Venture Capital Organisation (AVCO) durchgeführt wurde.

5.1 Identifizierung der PE/VC-finanzierten Unternehmen

Im ersten Verfahrensschritt wurde uns von der AVCO ein Adressensatz von 119 PE/VC-finanzierten Unternehmen zur Verfügung gestellt. Dieser Adressbestand ist nicht vollständig, da erstens nicht alle in Österreich tätigen PE/VC-Beteiligungsgesellschaften Mitglieder der AVCO sind, und zweitens einige der von der AVCO vertretenen Beteiligungsgesellschaften keine Adressen ihrer Beteiligungen bekannt gegeben haben. Der Adressbestand wurde aber um weitere 55 Unternehmen ergänzt, die dem WIFO aus anderen Quellen als PE/VC-finanziert bekannt sind.

Für jene Gesellschaften, welche die Befragung unterstützt haben, hat die AVCO das gemeldete Portfolio an Unternehmen auf Vollständigkeit überprüft, sodass z.B. eine Vorselektion besonders erfolgreicher Unternehmen ausgeschlossen werden kann. Ein weiterer Vergleich der durchschnittlichen Wachstumsperformance zwischen den von der AVCO bereitgestellten und den vom WIFO aus anderen Quellen bekannten Adressen bestätigt, dass keine "Vorselektion" im Hinblick auf die Wachstumsperformance der Unternehmen vorliegt. Während aufgrund der aktuelleren Erhebung der Adressen durch die AVCO die Unternehmen im Durchschnitt etwas jünger und auch kleiner sind, weisen beide Samples ein annähernd gleiches mittleres Umsatzwachstum auf. Beim mittleren Beschäftigungswachstum ist die Performance der Nicht-AVCO-Adressen sogar geringfügig besser als jene der von der AVCO bereitgestellten Stichprobe.

5.2 Bestimmung der Kontrollgruppe

Im zweiten Verfahrensschritt haben wir die Unternehmensdatenbank des KSV zur Identifikation einer den PE/VC-finanzierten Unternehmen möglichst ähnlichen Kontrollgruppe genutzt. Der große Umfang von mehr als 250.000 erfassten Unternehmen erlaubte es, bereits vor dem Matching die Vergleichsgruppe auf Unternehmen in identen Branchen und mit identer Rechtsform einzuschränken. Die verbleibenden 54.772 Beobachtungen stehen grundsätzlich für eine Probit-Schätzgleichung zur Verfügung, welche die Wahrscheinlichkeit der beiden alternativen Zustände $D_i=1$ (Unternehmen mit PE/VC-Finanzierung) oder $D_i=0$ (ohne PE/VC-Finanzierung) anhand des Vektors beobachtbarer Strukturvariablen X_i mit der Funktion der Standardnormalverteilung Φ erklärt:

$$E[D_i/X_i] = \Pr(D_i=1/X_i) = \Phi(\beta'X_i) \text{ für alle } i=1, \dots, N.$$

Für die Probit-Schätzung wurden im Vektor X folgende beobachtbare Strukturvariable berücksichtigt:

- Branche (NACE 3-Steller);
- Region (NUTS 2-Steller);
- Rechtsform;
- Alter;
- Größe, gemessen als mehrjähriger Mittelwert von
 - Umsatz,
 - Beschäftigung, und
 - Gesellschaftskapital;
- KSV-Bonitätsrating.

Um auch nichtlineare Einflüsse zu kontrollieren, wurden mit Ausnahme der Dummy-Variablen alle Kennzahlen zusätzlich in quadratischer Form in der Schätzgleichung verwendet.

Für insgesamt 33.729 Unternehmen sind alle Strukturvariablen vorhanden, sodass sie als Beobachtungen für die Regression berücksichtigt werden konnten. Für 158 davon haben wir eine Identifizierung als PE/VC-finanziertes Unternehmen. Eine wichtige und hoch signifikant erklärende Variable ist der Dummy für GmbHs als dominante Rechtsform unter den PE/VC-finanzierten Unternehmen. Die Branchen-Dummies sind fast immer, die Dummy-Variablen für NUTS 2-Steller Regionen nicht signifikant. Signifikant negativ ist der Einfluss vom Alter der Unternehmen auf die Wahrscheinlichkeit der PE/VC-Finanzierung, allerdings mit abnehmender Intensität, d.h. der Koeffizient für die Variable "Alter zum Quadrat" ist positiv. Das umgekehrte Bild ergibt sich für das Bonitätsrating durch den KSV. Ein gutes Rating ist tendenziell ein Signal für eine PE/VC-Finanzierung, ebenfalls mit abnehmender Intensität. Weiters sinkt die Wahrscheinlichkeit der PE/VC-Finanzierung signifikant mit der Anzahl der Beschäftigten. Der negative Einfluss der Unternehmensgröße nimmt wiederum im Quadrat ab. Mit einem R^2 von 0,27 wird ein für Mikrodaten insgesamt guter Erklärungswert erzielt, der den vergleichbarer Studien übertrifft (vgl. z.B. Engel 2003).

Für eine Teilmenge von 4.061 Unternehmen, von denen uns 81 als PE/VC-finanziert bekannt sind, stellt die KSV-Datenbank außerdem ausgewählte Bilanzkennzahlen zur Verfügung. Für diese Unternehmen konnten wir daher zusätzlich folgende Strukturvariablen in der Schätzung verwenden:

- Eigenkapitalquote;
- Cash-flow-Quote;
- Schuldentlastungsdauer;
- ROI ("Return on Investment")⁸⁾.

Durch die umfangreichere Auswahl von Strukturvariablen wird mit einem R^2 von 0,32 der Erklärungswert der vorigen Spezifikation übertroffen. Hoch ist der Erklärungswert der NACE 3-Steller Branchen-Dummies, die in dieser Spezifikation allesamt signifikant sind. Signifikant sind auch die Dummies für die Rechtsform sowie die Koeffizienten für Alter und Bonität, nicht jedoch die Koeffizienten für die mittlere Beschäftigung. Innerhalb der verwendeten Bilanzkennzahlen sind vor allem die durchschnittliche Cash-flow Quote und der ROI signifikant. Die Koeffizienten sind allerdings negativ, was bereits ein Indiz für die besondere

⁸⁾ ROI= Umsatzrendite x Kapitalumschlag = (Betriebsergebnis / Betriebsleistung) x (Betriebsleistung / Bilanzsumme).

Wachstumsorientierung der Unternehmen während der Dauer der PE/VC-Finanzierung sein kann.

Mithilfe des durch das Probit-Modell geschätzten Vektors der Parameter β lässt sich für jedes Unternehmen i mit Beobachtungen für die Strukturvariablen X ein Wahrscheinlichkeitswert (propensity score) der PE/VC-Finanzierung errechnen. Für jedes PE/VC-finanzierte Unternehmen $i=vc$ werden auf diese Weise fünf Kontrollunternehmen $j \neq vc$ identifiziert, für die das Distanzmaß $d_j = (\beta' X_{i=vc}) - (\beta' X_{j \neq vc})$ am geringsten ist. Der Erfolg des Matching-Algorithmus zeigt sich dann im Vergleich der Mittelwerte, der in dem Verfahren berücksichtigten Bestimmungsfaktoren X . Sowohl im Verfahren mit als auch in jenem ohne Bilanzkennzahlen gibt es nach dem Matching keine signifikanten Abweichungen der Mittelwerte beider Unternehmensgruppen hinsichtlich der im Vektor X berücksichtigten Variablen⁹⁾. Das bedeutet, dass wir im Vergleich von Performance Kennzahlen systematische Selektionsfehler ausschließen können, die auf Unterschiede in der Branchenzugehörigkeit, dem Alter, der mit Beschäftigten, Umsatz oder Gesellschaftskapital gemessenen Größe oder der Bonität der Unternehmen zurückgehen. Für jene Unternehmen, die wir inklusive Bilanzdaten matchen konnten, haben wir durch dieses Verfahren auch mögliche Verzerrungen durch Unterschiede in der Eigenkapitalquote, der Schuldentlastungsrate, der Cash-flow Quote oder des ROI eliminiert. Für das Matching ohne Bilanzkennzahlen wurden nur mehr jene Unternehmen berücksichtigt, die nicht schon zuvor für das Matching mit Bilanzkennzahlen als PE/VC-finanziert identifiziert bzw. als Kontrollgruppe ausgewählt wurden. Die absolute Beschränkung auf identische Rechtsform, Regions- und Branchencodes wurde entsprechend angepasst.

5.3 Die Unternehmensbefragung

Im dritten Verfahrensschritt haben wir eine schriftliche Befragung der Unternehmen mit PE/VC-Finanzierung sowie der zuvor bestimmten Kontrollgruppe durchgeführt und dabei zwei Ziele verfolgt: Erstens wollten wir vergleichbare Leistungskennzahlen z.B. über das Wachstum von Umsatz, Beschäftigung und Exporten, oder dem Anteil "neuer oder merklich verbesserter Produkte oder Dienstleistungen" an den Verkaufserlösen bekommen. Zweitens wollten wir weitere Unterscheidungsmerkmale erfassen und diese in einem zweiten Matchingverfahren zur zusätzlichen Abgrenzung allgemeiner Selektionseffekte von spezifischen PE/VC-Impacts nutzen.

⁹⁾ Einige Ausnahme von mehr als 45 Variablen ist die Dummy für die Branche NACE 331, die im Matching ohne Bilanzkennzahlen in der Kontrollgruppe signifikant kleiner ist. Das bedeutet, dass nicht genügend "ähnliche" Unternehmen aus dieser Branche gefunden wurden.

Insgesamt wurden insgesamt 829 Unternehmen angeschrieben. Mit einem Rücklauf von insgesamt 29% erzielte die schriftliche Befragung eine Nettostichprobe von 84 beantworteten Fragebögen bei den PE/VC finanzierten Unternehmen und 154 Antworten in der Kontrollgruppe¹⁰⁾). Die Rücklaufquote beträgt damit 51% für die Testgruppe, bezogen auf die bereinigte Bruttostichprobe von 166 Stück. In der Kontrollgruppe wurde, bei 663 Stück Bruttostichprobenumfang, eine Antwortquote von 23% erreicht.

Übersicht 1: Die Stichprobe der Unternehmensbefragung

	PE/VC- finanzierte Unternehmen	Kontrollgruppe
	Anzahl	
unbereinigte Bruttostichprobe	174	666
Fusion, gelöscht, Insolvenz/Konkurs, verkauft	8	3
bereinigte Bruttostichprobe	166	663
Nettostichprobe	84	154
Rücklaufquote	51%	23%

Selbstverständlich wurde allen teilnehmenden Unternehmen die völlige Geheimhaltung der Individualdaten zugesagt. Insbesondere wurde auch darauf hingewiesen, dass die Rohdaten ausschließlich vom WIFO verarbeitet und nicht an die AVCO oder ihre Mitglieder weitergegeben werden.

6 Ausgewählte empirische Ergebnisse der Befragung

6.1 Allgemeine Charakterisierung der Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung

Das durchschnittliche Alter aller PE/VC-finanzierten Unternehmen in der Bruttostichprobe beträgt 17 Jahre bei einem Mittelwert von 64 Beschäftigten. Aufgrund der schießen Verteilung beider Maße sind aber die Mediane aussagekräftiger: das "mittlere" Unternehmen im ursprünglichen Sample ist 7 Jahre alt und hat 20 Beschäftigte. Für die in der Befragung erhaltenen Antworten betragen die Mittelwerte 14 Jahre und 54 Beschäftigte, während der Median bei 6 Jahren und ebenfalls 20 Beschäftigten liegt.

Die Branchenverteilung der PE/VC-Finanzierung ist vor allem auf unternehmensnahe, wissensintensive Dienstleistungen konzentriert. Von den als PE/VC-finanziert gemeldeten Adressen (bzw. den erhaltenen Antworten) entfallen rund 20% (25%) auf Software

¹⁰⁾ Unterschiede zwischen den hier genannten Fallzahlen und den Auswertungen ergeben sich aus der Neuzuordnung von Unternehmen zu Test- und Kontrollgruppe anhand der im Fragebogen gemachten Angaben.

Unternehmen und EDV-Dienstleister¹¹). Rund 17% (11%) kommen aus der Rechts-, Steuer- und sonstigen Unternehmensberatung¹²), weitere 7% (13%) aus Unternehmen die Forschungs- und Entwicklungsleistungen¹³) anbieten. Innerhalb der Sachgütererzeugung ist der Maschinenbau mit einem Anteil von über 13% (10%) die größte Gruppe. Der Rest ist über unterschiedliche Branchen der Sachgütererzeugung, des Handels oder anderer Dienstleistungen verstreut.

Auf die Frage nach dem jeweiligen *Anlass der PE/VC-Finanzierung* sehen 53% diesen in der Wachstums-, 39% in der Start-up und 11% in der Seed-Finanzierung (Abbildung 2). Die Vorbereitung auf einen Börsengang spielte für 4% der Unternehmen eine Rolle, während 21% den Eigentümerwechsel z.B. im Rahmen eines Management Buy Outs (MBO) als konkreten Anlassfall nennen. Die Unternehmen mit Seed-Finanzierung kommen großteils aus dem Forschungssektor und vereinzelt aus den IKT-Branchen. Sie sind durchschnittlich 7 und im Median 5 Jahre alt. Für Unternehmen mit Start-up bzw. Wachstumsfinanzierung liegt der Durchschnitt bei 7 und 13, der Median bei 6 bzw. 7 Jahren. Bei den Unternehmen mit Eigentümerwechsel als Finanzierungsanlass beträgt der Mittelwert 42 und der Median 25 Jahre.

Wir beobachten insgesamt eine stark ausgeprägte internationale Ausrichtung der befragten Unternehmen, wobei die Europäische Union von fast 68% als *Hauptabsatzgebiet* genannt wird (Abbildung 3). Allerdings zeigt die Unterscheidung nach Beteiligungsstatus, dass die PE/VC-finanzierten Unternehmen noch deutlich mehr in den internationalen Märkten vertreten sind als die Kontrollgruppe, die dafür relativ größere Anteile von Unternehmen mit lokalen oder nationalen Hauptabsatzmärkten hat.

¹¹) NACE 722, 723 und 726.

¹²) NACE 741 bis 748.

¹³) NACE 731.

Abbildung 2: Welcher Finanzierungsanlass hat zu Ihrer PE/VC Beteiligung geführt?

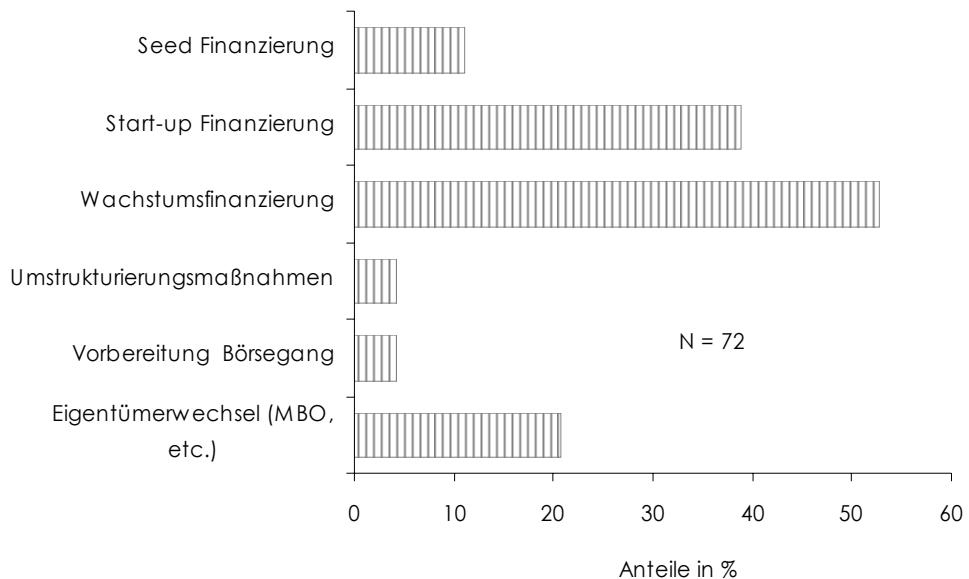
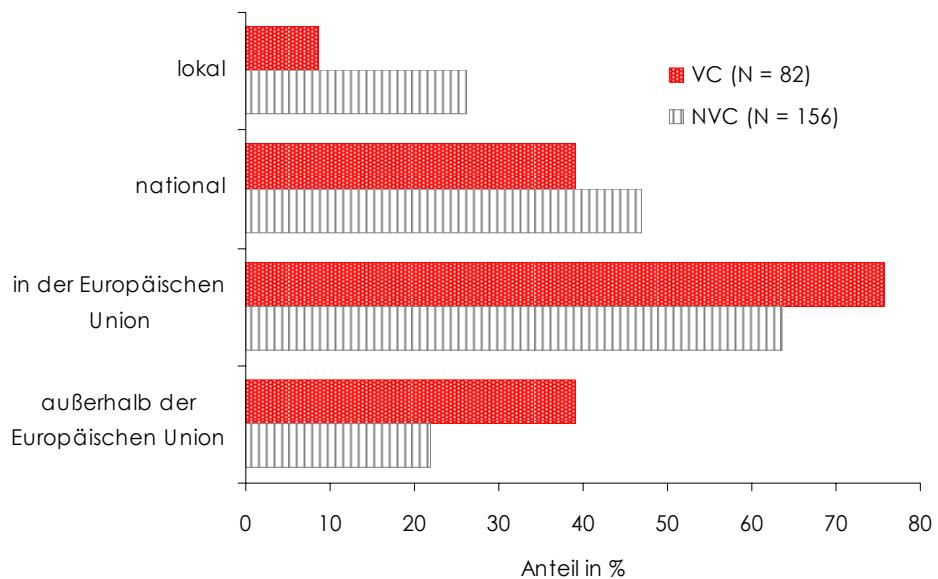


Abbildung 3: Wo sind derzeit die Hauptabsatzmärkte Ihres Unternehmens?



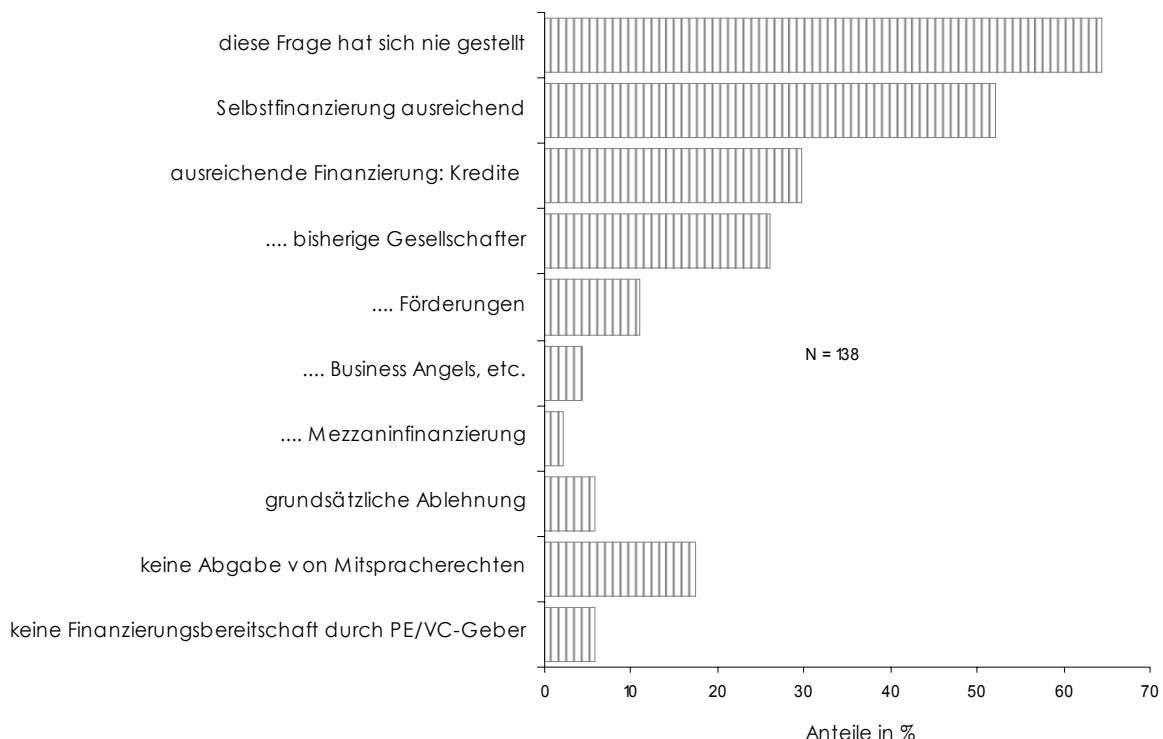
VC = Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung, NVC = ... ohne PE/VC-Beteiligung.

6.2 Motive und Finanzierungspartner

Auf die Frage, *warum die Unternehmen der Kontrollgruppe keine PE/VC-Finanzierung in Anspruch nehmen*, verweisen mehr als 52% auf eine ausreichende Selbstfinanzierung, 27% auf ausreichende Kredite und 26% auf eine ausreichende Finanzierung durch die bisherigen Gesellschafter (Abbildung 4). Lediglich 17% geben als Beweggrund an, dass sie keine

Mitspracherechte abgeben wollen. Weniger als 6% äußern eine grundsätzliche Ablehnung gegenüber PE/VC. In einer zusätzlichen Antwortkategorie geben fast 65% der Kontrollgruppe an, dass sich ihnen die Frage einer PE/VC-Beteiligung nie gestellt hat, wobei der überwiegende Teil der Antworten gleichzeitig auf eine ausreichende Finanzierung aus dem eigenen Cash-flow, durch Kredite oder durch die bisherigen Gesellschafter und ein kleinerer Teil zusätzlich auf die nicht erwünschte Abgabe von Mitspracherechten hinweist.

Abbildung 4: Was waren die Gründe PE/VC nicht in Anspruch zu nehmen?



Umgekehrt haben wir auch gefragt, *warum Unternehmen mit einer PE/VC-Beteiligung diese anderen Finanzierungsformen vorziehen* (Übersicht 2), wobei als Antwortkategorien eine Reihe alternativer Instrumente mit der Bewertung "nicht möglich", "nicht ausreichend" oder "nicht attraktiv" angeboten wurde. Börsengang, Anleihen, oder Gewinnwertpapiere standen für die befragten Unternehmen praktisch nicht als Alternative zur Verfügung. Die Kreditfinanzierung war in 47% der Unternehmen nicht möglich und in 40% der Fälle nicht ausreichend. Auch die Finanzierung über bisherige Gesellschafter wird in über 90% der Antworten entweder als nicht möglich oder nicht ausreichend bezeichnet. Strategische Beteiligungsgeber werden von knapp der Hälfte der Unternehmen als unattraktiv eingestuft, während die Antworten zur Mezzaninfinanzierung sowie zu Business Angels über alle drei Kategorien relativ breit gestreut sind. Förderungen sind naturgemäß für alle Unternehmen attraktiv, können aber den notwendigen Kapitalbedarf nicht decken. Der Zugang zu

Förderungen ist hingegen kein Problem. Nur 16% bezeichnen diese in ihrem Fall als nicht möglich.

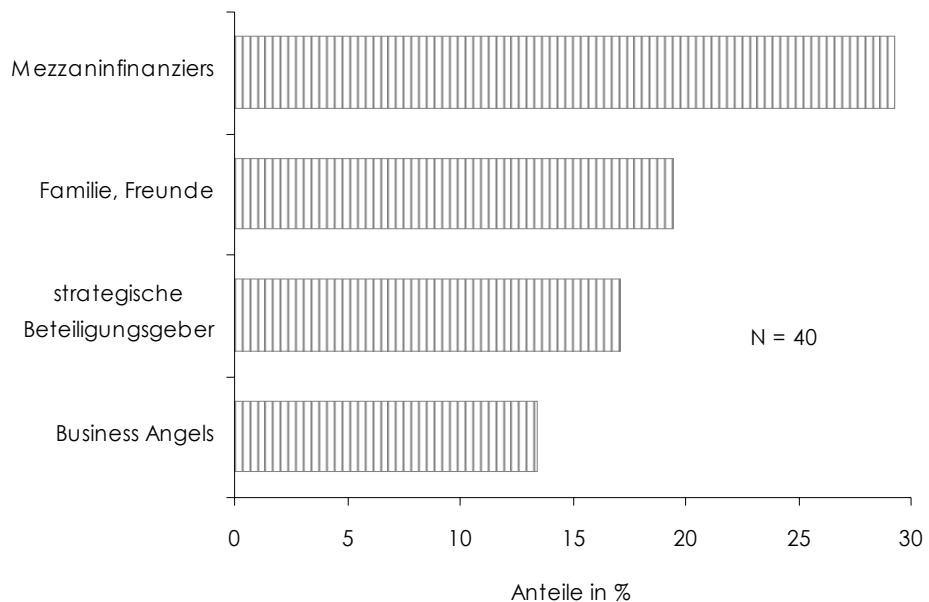
Übersicht 2: Gründe PE/VC anderen Finanzierungsformen vorzuziehen

	nicht....		Anzahl
	möglich	ausreichend	attraktiv
Anteile in %			
Börsegang	92,3	2,6	5,1
Anleihen	86,5	2,7	10,8
Gewinnwertpapier	70,6	11,8	17,6
Kredit	46,7	40,0	13,3
strategische Beteiligungsgeber	35,3	17,6	47,1
bisherige Gesellschafter	27,0	64,9	8,1
Mezzaninfinanzierung	25,8	45,2	29,0
Business Angels etc.	25,0	34,4	40,6
Förderungen	16,2	83,8	-

Insgesamt geben 64% als Erklärung an, dass die Finanzierung durch andere Quellen entweder nicht möglich, nicht ausreichend oder nicht attraktiv genug war, und bestätigen damit die Bedeutung der in Abschnitt 3 ausgeführten *besonderen Finanzierungsfunktion* des PE/VC-Beteiligungsmarktes. Umgekehrt verweisen aber auch 61% auf die "PE/VC-Geber als kompetente Partner für die weitere Entwicklung des Unternehmens" und damit auf deren *Mehrwertfunktion* als Motiv für die Beteiligung. In 33% der Antworten wurden beide Beweggründe genannt. 13% der Unternehmen haben in einer offenen Antwortkategorie noch andere Gründe (z.B. "Nachfolgeregelungen", "Management Buy-Out", oder ein besserer "Finanzierungsmix") angesprochen. Für eine umfangreiche Untersuchung der Mehrwertleistungen von PE/VC-Beteiligungsgesellschaften in Österreich, Deutschland und der Schweiz siehe Hofer (2005).

In 40 Fällen wurde neben der PE/VC-Beteiligung das Bestehen weiterer Finanzierungspartnerschaften angegeben (Abbildung 5). Knapp 30% davon verweisen auf eine Partnerschaft mit Mezzaninfinanziers, 20% auf die Mitfinanzierung durch Familie und Freunde, 17% auf strategische Beteiligungsgeber und 13% auf die Beteiligung durch Business Angels.

Abbildung 5: Haben Sie, neben den PE/VC-Gebern, auch einen oder mehrere der folgenden Finanzierungspartner in Ihrem Unternehmen?



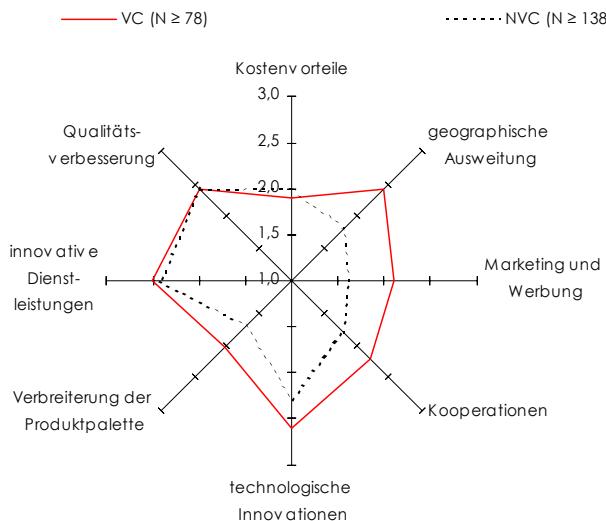
6.3 Das Geschäftsmodell

In der Folge haben wir einige Fragen gestellt, die darauf abzielen, das spezifische Geschäftsmodell der Unternehmen vor allem im Hinblick auf die bestimmenden Wachstumsfaktoren abzubilden. Auf einer vierteiligen Skala von "nicht relevant", über "gering" und "mittel" zu "hoch", wurden den technologischen Innovationen, der Erbringung innovativer Dienstleistungen und der laufenden Qualitätsverbesserung von beiden Gruppen die größte Bedeutung zugeschrieben (Abbildung 6), wobei lediglich bei den technologischen Innovationen ein nennenswerter Unterschied zugunsten der PE/VC-finanzierten Unternehmen besteht. Praktisch kein Unterschied besteht in Bezug auf Kostenvorteile, deren Bedeutung von beiden Gruppen als mittel eingeschätzt wird. PE/VC-finanzierte Unternehmen messen aber aktiv gemanagten Kooperationen (z.B. mit Kunden, Lieferanten oder Forschungseinrichtungen), Marketing und Werbung, der Verbreiterung der Produktpalette sowie der geografischen Ausweitung der Absatzmärkte eine größere Bedeutung zu als Unternehmen ohne PE/VC-Beteiligung.

Umgekehrt werden sowohl von den Unternehmen mit als auch ohne PE/VC-Beteiligung das mit der Expansion verbundene wirtschaftliche Risiko sowie der Mangel an geeignetem Fachpersonal als die mit Abstand größten Wachstumshemisse angesehen (Abbildung 7). Das Ergebnis zeigt somit, dass das Matching eine Kontrollgruppe mit vergleichbarem Risikoprofil gezogen hat und die PE/VC-Finanzierung primär auf unternehmensspezifische

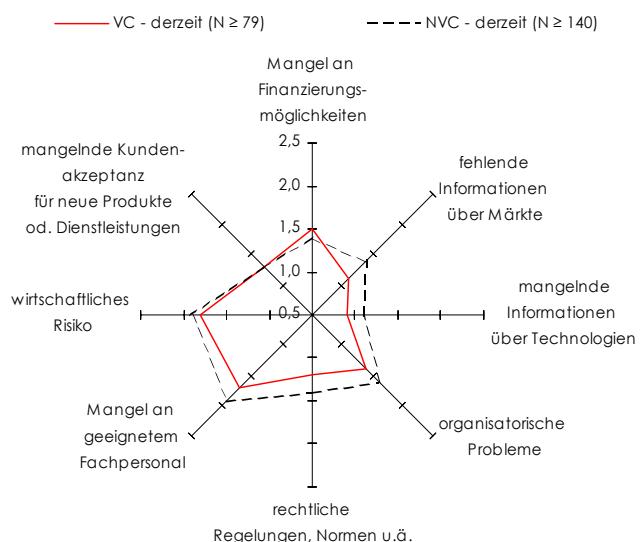
Unterschiede im Zugang zu alternativen Finanzierungsinstrumenten, d.h. der Betroffenheit durch die Finanzierungslücke beruht. Insgesamt sind die Unterschiede zwischen den beiden Gruppen in dieser Frage gering, wobei sich PE/VC-finanzierte Unternehmen von den meisten Wachstumshemmnissen etwas weniger betroffen fühlen als die Kontrollgruppe.

Abbildung 6: Wie bewerten Sie die Bedeutung der folgenden Faktoren für das Wachstum Ihres Unternehmens?



VC = Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung, NVC = ... ohne PE/VC-Beteiligung.
0 .. nicht relevant, 1 .. gering, 2 .. mittel, 3 .. hoch.

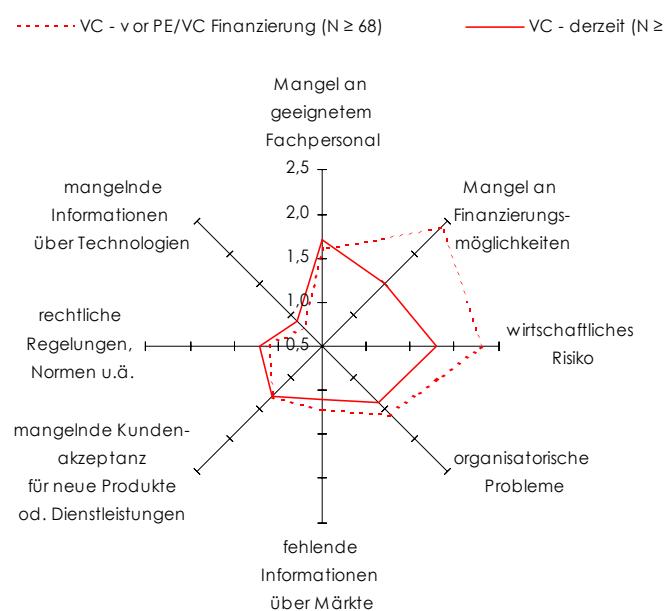
Abbildung 7: Wie bewerten Sie die Bedeutung der folgenden Faktoren als Wachstumshemmnisse für Ihr Unternehmen?



VC = Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung, NVC = ... ohne PE/VC-Beteiligung.
0 .. nicht relevant, 1 .. gering, 2 .. mittel, 3 .. hoch.

Die PE/VC-finanzierten Unternehmen wurden überdies gebeten, die Bedeutung der unterschiedlichen Wachstumshemmnisse für die Zeit vor ihrer PE/VC-Beteiligung einzuschätzen (Abbildung 8). Im Vergleich der Situation vorher und nachher zeigt sich naturgemäß die größte Verbesserung in der Finanzierung und dem damit verbundenen geringeren wirtschaftlichen Risiko. Während einige Unternehmen auch eine Verbesserung in der Bewältigung der mit dem Wachstum verbundenen organisatorischen Probleme feststellen, bleiben die anderen Faktoren in diesem Vergleich unverändert.

Abbildung 8: Wie bewerten Sie die Bedeutung der folgenden Faktoren als Wachstumshemmnisse für Ihr Unternehmen?

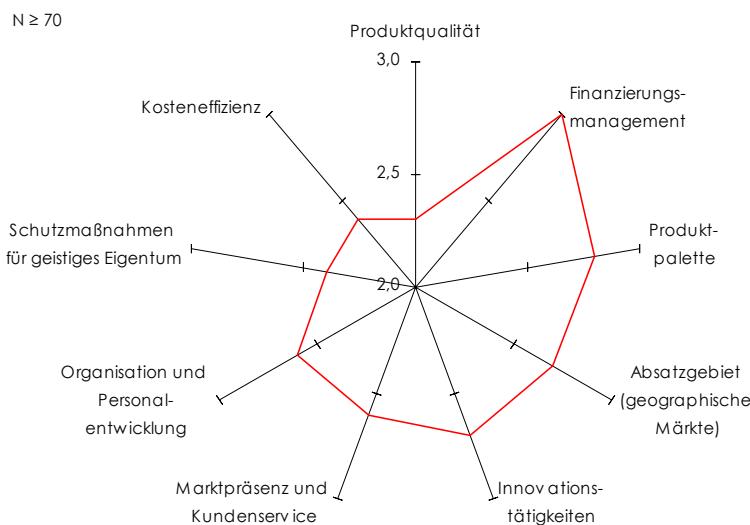


VC = Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung.
0 .. nicht relevant, 1 .. gering, 2 .. mittel, 3 .. hoch.

In einem weiteren Versuch haben wir noch konkreter gefragt, *was sich in Folge der PE/VC-Finanzierung im Unternehmen verändert hat* (Abbildung 9). Auch hier wird vor allem das Finanzierungsmanagement an erste Stelle gereiht, unmittelbar gefolgt von den drei klassischen Wachstumsstrategien Ausweitung der Produktpalette, des geografischen Absatzgebiets sowie Innovation. Umgekehrt hatte die PE/VC-Beteiligung auf die Kosteneffizienz, die Produktqualität oder die Schutzmaßnahmen für geistiges Eigentum kaum Auswirkungen. Insgesamt reagieren die Unternehmen auf diese Frage eher zurückhaltend, wobei auf einer Skala von 0 ("stark verschlechtert") bis 4 ("stark verbessert") für alle Kategorien der Mittelwert der Antworten zwischen 2 ("gleich geblieben") und 3 ("verbessert/ausgeweitet") liegt. In vielen Dimensionen gestehen die Geschäftsführer der

Unternehmen den Beteiligungsgebern keinen ausgeprägten Einfluss zu, sondern betrachten diese vorrangig als eigene Managementaufgaben.

Abbildung 9: Was hat sich in Folge der PE/VC-Finanzierung in Ihrem Unternehmen verändert?



0 .. stark verschlechtert, 1.. verschlechtert, 2 .. gleich geblieben, 3 .. verbessert, 4 .. stark verbessert.

In Summe weisen diese Fragen neben der besonderen Finanzierungsfunktion auch auf eine gewisse Mehrwertfunktion der PE/VC-Beteiligung. So zeigt sich z.B. für ein nach der PE/VC-Finanzierung vergleichbares Risikoprofil eine durch das institutionelle Risikokapital stärker ausgeprägte Orientierung auf die klassischen Wachstumsstrategien Innovation, Produktdiversifizierung und Internationalisierung.

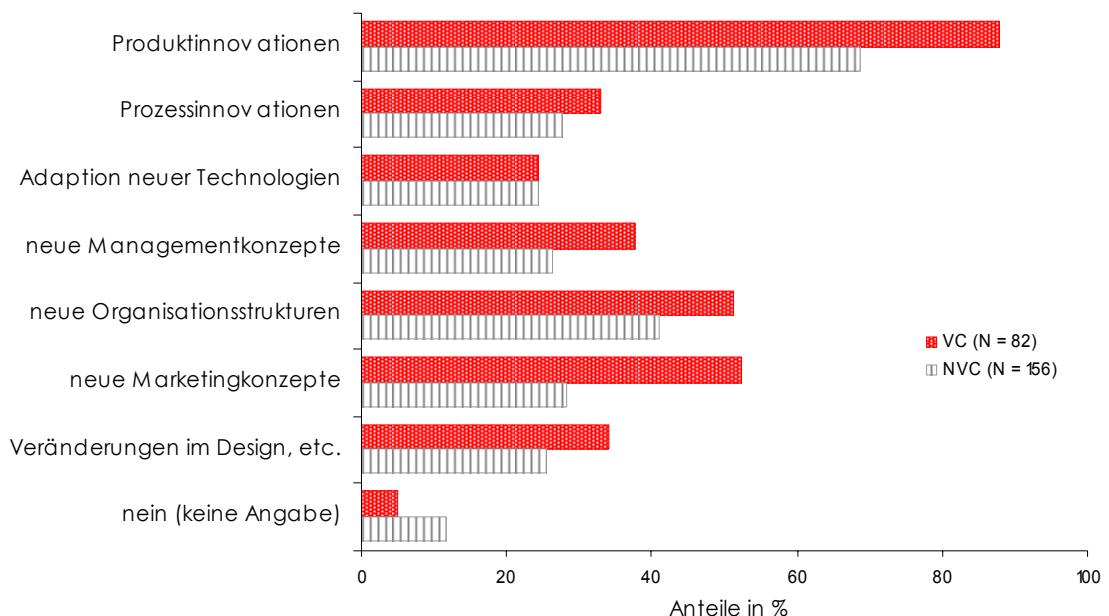
6.4 Innovationsverhalten

Die Befragung legte auch ein besonderes Augenmerk auf das Innovationsverhalten der Unternehmen, wobei diese angeben sollten, welche *Innovationen sie seit 2002 durchgeführt haben und mit welchen Mitteln sie diese schützen*. Die erste Frage zielt auf die Art der Innovationen ab und unterscheidet zwischen

- *Produktinnovationen* ("Produkte oder Dienstleistungen, die am Markt neu sind oder merklich verbessert wurden"),
- *Prozessinnovationen* ("Produktionsverfahren in Ihrem Unternehmen, die für Ihre Branche neu sind oder merklich verbessert wurden"), und
- *Adoption/Imitation* ("Einführung bereits bestehender Produktionsverfahren, Produkte oder Dienstleistungen, die zwar nicht für Ihre Branche, aber für Ihr Unternehmen neu sind").

Während die ersten beiden Antwortkategorien im jeweiligen Markt echte Innovationen darstellen, erfasst die dritte Antwortkategorie den volkswirtschaftlich nicht minder bedeutsamen Aspekt der Diffusion neuer Technologien. Die befragten Unternehmen zeigen sich insgesamt in Bezug auf ihre Produktinnovationen sehr selbstbewusst, wobei in der Gruppe der PE/VC-finanzierten Unternehmen der Anteil der Unternehmen, die seit 2002 am Markt neue oder merklich verbesserte Produkte oder Dienstleistungen eingeführt haben, mit 88% noch deutlich über jenem der Kontrollgruppe von rund 69% liegt (Abbildung 10). Im Gegensatz dazu sind die Anteile bei den Prozessinnovationen nahezu und bei der Adoption neuer Technologien, Produkte oder Dienstleistungen völlig ident.

Abbildung 10: Hat Ihr Unternehmen seit 2002 eine der folgenden Innovationen durchgeführt?

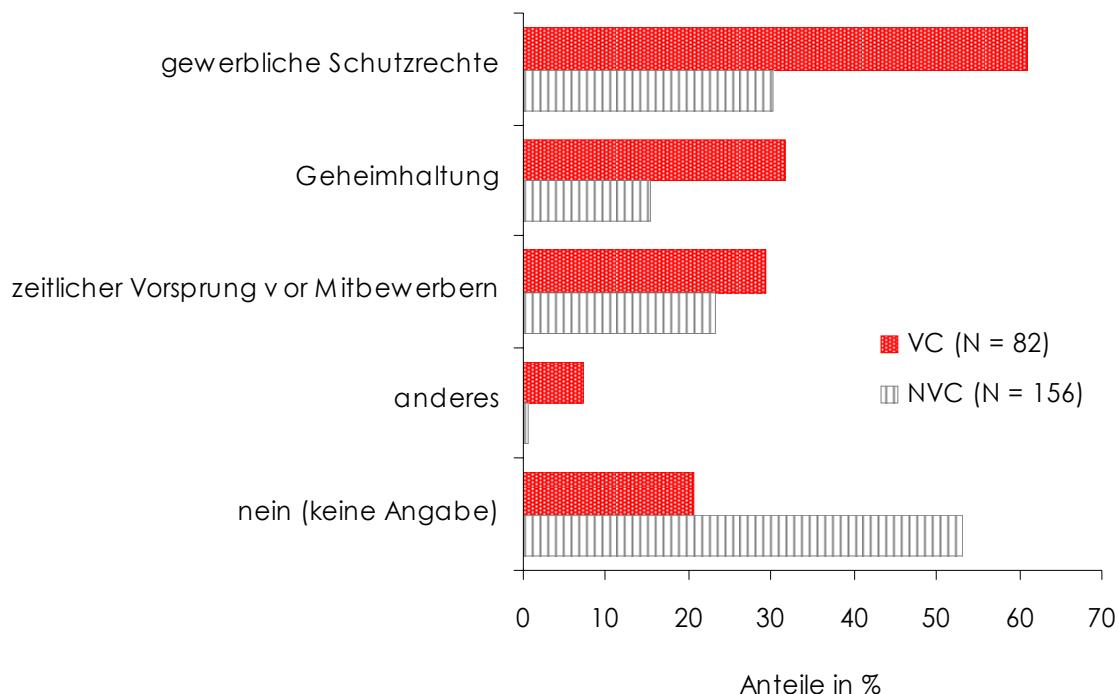


VC = Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung, NVC = ... ohne PE/VC-Beteiligung.
0 .. nicht relevant, 1 .. gering, 2 .. mittel, 3 .. hoch

Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung weisen ebenfalls höhere Anteile bei Veränderungen im Design und/oder ästhetischen Erscheinungsbild sowie der Einführung neuer Managementtechniken oder Organisationsstrukturen auf. Der auffälligste Unterschied besteht aber in der Einführung neuer Marketingkonzepte und -strategien. Hier beträgt bei PE/VC-finanzierten Unternehmen der Anteil 52% gegenüber 28% in der Kontrollgruppe. Diese Daten stimmen mit vielen Erfahrungsberichten überein, die betonen, dass Venture Capital vor allem die professionelle *Kommerzialisierung* der geleisteten Innovationen vorantreibt. In diesem Zusammenhang ist auch ein Zitat aus einer offenen Antwortkategorie des Fragebogens von Interesse, wo ein Unternehmen wörtlich erklärt: "*PE/VC macht aus Forschungsprojekten echte Unternehmen!*"!

Die zweite Frage, ob das Unternehmen in den letzten Jahren *Gebrauch von einer der folgenden Schutzmaßnahmen* für die eigenen Produktinnovationen gemacht hat (Abbildung 11), erlaubt gewisse Rückschlüsse über den Wert der gemeldeten Produktinnovationen. Obwohl z.B. 69% in der Kontrollgruppe angegeben haben, dass seit 2002 Produktinnovationen eingeführt wurden, haben weniger als 47% auch versucht, diese vor der Nachahmung durch Mitbewerber zu schützen. Im Gegensatz dazu, beträgt bei den PE/VC-finanzierten Unternehmen der Anteil jener, die den Wert ihrer Innovationen für hoch genug einschätzen, um diese auch aktiv zu schützen, mehr als 79%. Auf die Anmeldung gewerblicher Schutzrechte (Patente, Markenrechte, etc.) verweisen 61% der PE/VC-finanzierten Unternehmen aber nur 30% der Kontrollgruppe. Geheimhaltung, die häufig bei Prozessinnovationen zum Tragen kommt, wird von knapp 32% der PE/VC-finanzierten Unternehmen, aber nur von 15% der Kontrollgruppe als Schutzmaßnahme angegeben. Bei der Nutzung des zeitlichen Vorsprungs gegenüber den Mitbewerbern, die vor allem für schwer patentierbare, inkrementelle Innovationen mit kurzen Produktzyklen typisch ist, beträgt der Abstand nur 29% zu 23%.

Abbildung 11: Hat Ihr Unternehmen in den letzten Jahren Gebrauch von einer der folgenden Maßnahmen gemacht, um Innovationen oder Erfindungen zu schützen?



VC = Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung, NVC = ... ohne PE/VC-Beteiligung.

Zusammenfassend können wir festhalten, dass sich die beiden Gruppen von Unternehmen sowohl hinsichtlich der Intensität als auch der Art ihrer Innovationen deutlich unterscheiden. Insgesamt melden die PE/VC-finanzierten Unternehmen mehr Produkt- und Prozessinnovationen, die sie in wesentlich größerem Ausmaß auch durch gewerbliche Schutzrechte oder andere Maßnahmen vor der Nachahmung durch Mitbewerber schützen. Ebenso wie die häufigere Einführung neuer Managementtechniken, Organisationsstrukturen und Marketingkonzepte weisen diese Daten auf eine im Zuge der PE/VC-Finanzierung besonders ausgeprägte Professionalisierung und Kommerzialisierung der geleisteten Innovationen.

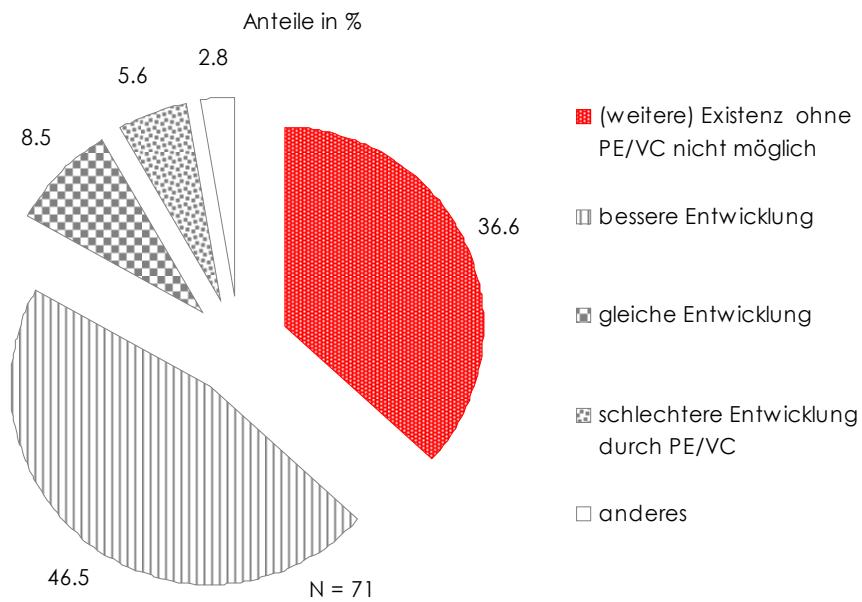
7 Impact Analyse

7.1 Subjektive Bewertung

Die direkte Frage *Wie wirkt sich die PE/VC-Finanzierung auf die Entwicklung Ihres Unternehmens aus?* ist ein verblüffend einfacher Weg, um eine erste Abschätzung der spezifischen Impacts durch die PE/VC-finanzierten Unternehmen selbst zu bekommen. Diese Frage wurde bereits in früheren Studien gestellt. So berichtet z.B. die European Venture Capital Association (EVCA, 2001, 2002) in einer europaweiten Befragung, dass 39% der befragten MBOs und MBIs bzw. 57% der befragten VC-finanzierten Unternehmen angeben, dass sie ohne diese Finanzierung nicht (mehr) existieren würden. Rund 38% bzw. 45% sind zumindest überzeugt, dass ihr Unternehmen ansonsten langsamer gewachsen wäre. Der Rest erklärt, dass ihr Unternehmen ohne PE/VC eine gleich gute oder bessere Entwicklung erfahren hätte.

Auch in unserer Befragung ist das Ergebnis sehr ähnlich (Abbildung 12). 36,6% der befragten Unternehmen antworten, "die (weitere) Existenz des Unternehmens wäre ohne PE/VC nicht möglich gewesen"; weitere 46,5% verweisen auf eine "bessere Entwicklung des Unternehmens durch PE/VC" und nur 8,5% sind der Meinung, dass sie eine "gleiche Entwicklung des Unternehmens mit oder ohne PE/VC" erfahren hätten. Im Gegensatz dazu, sind aber auch 5,6% unzufrieden und von einer "schlechteren Entwicklung des Unternehmens durch PE/VC" überzeugt. Der Rest enthält sich einer einfachen Bewertung und nutzt die offene Antwortkategorie. Ein Unternehmen hat hier z.B. angegeben, dass die Entwicklung anfangs positiv war, die PE/VC-Finanzierung im Zeitablauf aber zunehmend zur Belastung wird.

Abbildung 12: Wie wirkt sich die PE/VC-Finanzierung auf die Entwicklung Ihres Unternehmens aus (Angaben in %)?



In Summe bestätigen die Ergebnisse die im theoretischen Abschnitt begründete Selbstselektion sowie die besondere Finanzierungsfunktion der PE/VC-Beteiligung. Unternehmen, die über Finanzmittel aus alternativen Quellen verfügen, nutzen diese zuerst. Erst wenn diese im Verhältnis zum angepeilten Gründungs-, Expansions- oder Umstrukturierungsziel nicht ausreichen, wird auf die vergleichsweise teure (weil in der Vorbereitung, Auswahl und begleitenden Kontrolle aufwendiger und mit der Abgabe von Mitspracherechten verbundenen) PE/VC-Finanzierung zurückgegriffen. Unmittelbare Konkurrenz zu anderen Finanzierungen gibt es praktisch nicht. Wenn, dann vielleicht zur direkten Beteiligung von strategischen Partnern, die aber für das Unternehmen häufig einen größeren Kontrollverlust bedeutet.

Aus dem gleichen Grund weist bereits das Bestehen einer PE/VC-Beteiligung auf "Lücken" in der Finanzierung durch traditionelle Instrumente. Die Tatsache, dass die Mehrzahl der Unternehmen ohne diese Beteiligung nicht in der Lage gewesen wäre, die angestrebten Wachstumsziele zu finanzieren bzw. ohne sie nicht mehr existieren würde, ist eine (methodisch vielleicht triviale aber) in der ökonomischen Bedeutung maximale Wirkung der PE/VC-Finanzierung.

7.2 Quantitative Impact Analyse

In diesem Abschnitt wenden wir uns schließlich der zentralen Fragestellung der Studie zu:
Gibt es signifikante Unterschiede in der Wachstums und Innovationsleistung der

Unternehmen mit bzw. ohne PE/VC-Finanzierung? Wenn ja, ob und in welchem Ausmaß sind diese Unterschiede kausal auf den jeweiligen Beteiligungsstatus zurückzuführen? Um möglichst robuste Antworten zu finden, wollen wir nicht nur alle verfügbaren Datenquellen heranziehen, sondern auch eine Vielzahl verschiedener Modellspezifikationen mit unterschiedlichen Kontrollgruppen testen.

7.2.1 Zweistufiges Matching

Unter den ausgewählten Ergebnissen aus der Befragung fallen vor allem die markanten Unterschiede in Bezug auf die geografische Ausdehnung der Absatzmärkte (Abbildung 3) als auch auf die Intensität und Art der von den Unternehmen geleisteten Innovationen (Abbildung 10 und Abbildung 11) auf. Wäre die Annahme zutreffend, dass im ursprünglichen Matching Verfahren zur Auswahl der Kontrollgruppe bereits alle relevanten Einflussfaktoren auf die Entscheidung einer PE/VC-Finanzierung berücksichtigt wurden, dann müsste man diese Unterschiede als unmittelbare kausale Auswirkungen der PE/VC-Beteiligungen ansehen. Teilt man diese Annahme nicht, dann weisen sie umgekehrt auf wichtige zusätzliche Strukturvariable, die jeweils die Ursache für weiterhin bestehende und durch das erste Matching nicht eliminierte Selektionsverzerrungen sein können. Die in Abbildung 9 zusammengefasste subjektive Einschätzung der PE/VC-Impacts bietet leider keine klare Antwort. Die Unternehmen gestehen zwar der PE/VC-Beteiligung einen positiven Einfluss in Bezug auf die geografischen Absatzmärkte sowie die Innovationstätigkeiten zu, schätzen diesen aber nicht als besonders groß ein. Mit anderen Worten, die beobachteten Differenzen der Mittelwerte würden zumindest teilweise auch ohne PE/VC-Beteiligung bestehen. Im Bemühen um eine vorsichtige (d.h. im Zweifel konservative) Abgrenzung der spezifischen PE/VC-Impacts von den allgemeinen Selektionseffekten benötigen wir daher ein zweites Matching, wo wir diese zusätzliche Information für die Kontrolle möglicher Selektionsfehler nutzen.

Es gibt aber auch einen zweiten Grund dafür, den Matching Prozess für die im Rahmen der Befragung gewonnenen Daten noch einmal zu wiederholen. Da kleinere Unternehmen im Allgemeinen weniger bereit sind, an solchen Befragungen teilzunehmen, aufgrund der Unterstützung durch die AVCO und ihrer Mitglieder deren Rücklauf innerhalb der Gruppe der PE/VC-finanzierten Unternehmen aber deutlich größer war als in der Kontrollgruppe, entspricht die Verteilung der erhaltenen Antworten nicht mehr genau jener der ausgesandten Bruttostichprobe. Aus diesem Grund sind in der Kontrollgruppe größere und ältere Unternehmen relativ zu den PE/VC-finanzierten Unternehmen überrepräsentiert. Der Vergleich der Mittelwerte aus der Befragung ist daher auch nicht frei von

Selektionsverzerrungen durch jene Strukturvariablen, die wir im ersten Matching verwendet haben.

Für das neue Matching wird der Vektor beobachtbarer Strukturvariablen X um die in den Abbildung 3, Abbildung 10 und Abbildung 11 zusammengefassten Antworten erweitert. In der gewählten Spezifikation der Probit-Schätzung wird aber auf die Berücksichtigung der Bilanzkennzahlen verzichtet, weil dadurch die Anzahl der Unternehmen im Sample zu gering und damit die Ergebnisse unzuverlässig werden¹⁴⁾.

Für dieses zweite Matching stehen nur mehr Daten von 209 Unternehmen zur Verfügung. Mit einem R^2 von 0,31 weisen in der Probit-Schätzung vor allem die regionalen Dummies sowie die "Anmeldung gewerblicher Schutzrechte" signifikante Koeffizienten auf. Nach dem Matching gibt es für keine der verwendeten Strukturvariablen X eine signifikante Abweichung der Mittelwerte, was neuerlich den Erfolg des Matchings bestätigt.

Die unterschiedlichen Spezifikationen sind in Übersicht 3 dargestellt, die Ergebnisse der statistischen Tests auf den Mittelwert der Beobachtungen in Übersicht 4. Der Vergleich der Mittelwerte ist die mit der Evaluationstheorie konsistente Vorgangsweise, weil diese auf Erwartungswerten und damit auf der Annahme einer Normalverteilung der beobachteten Ergebnisvariablen beruht. Allerdings kann der Einfluss einzelner "Ausreißer", die insbesondere bei kleinen, schnell wachsenden Unternehmen typisch sind, unter Verletzung der Annahme der Normalverteilung die beobachteten Unterschiede in den Wachstumsraten nach oben verzerren. Zur weiteren Überprüfung der Robustheit der Ergebnisse betrachten wir daher zusätzlich in Übersicht 5 die analogen Ergebnisse mit Medianen anstelle der Mittelwerte und verwenden den nicht parametrischen Mann-Whitney-Test der Rangsummen zur Bestimmung der Signifikanz der Abweichungen.

7.2.2 Wachstum von Umsatz und Beschäftigung

Daten zu Umsatz und Beschäftigung liegen uns in zweifacher Weise vor. Erstens in der Unternehmensdatenbank des KSV und zweitens in der eigenen Befragung. Die Daten des KSV stammen entweder aus den gesammelten Bilanzen oder von den bei Anlass erfolgten Recherchen. Sie erstrecken sich über den Zeitraum 1996 bis 2004, wobei es in einzelnen Jahren häufig Lücken gibt und die rezenteren Jahre besser besetzt sind. Die Variable wird daher als durchschnittliches geometrisches Wachstum zwischen dem jeweils letzt- und erstverfügbaren Jahr mit Umsatz- bzw. Beschäftigungsdaten gemessen. Für die

¹⁴⁾ Tests auf die Robustheit der Ergebnisse unter Einbeziehung der Bilanzkennzahlen zeigen, dass diese den PE/VC-Impact wenig verändern oder in der Mehrzahl der Fälle sogar ansteigen lassen.

Wachstumsraten aus der eigenen Befragung haben wir hingegen nur Unternehmen berücksichtigt, die sowohl für 2002 als auch für 2005 Angaben zu Umsatz und Beschäftigung gemacht haben.

Für die aus der Unternehmensdatenbank des KSV gewonnenen Wachstumsraten können wir in Spezifikation I mit mehr als 33.000 Beobachtungen die gesamte Stichprobe der ursprünglich zur Verfügung stehenden Adressen verwenden. Die neuerliche Verzerrung in der Befragung durch den z.B. nach Unternehmensgröße unterschiedlichen Rücklauf der Antworten ist daher in diesem Test kein Problem. Allerdings können wir nicht für mögliche Verzerrungen durch die in der zweiten Matching-Stufe berücksichtigten Variablen aus der Befragung (Innovationstätigkeit, internationale Ausrichtung der Unternehmen) kontrollieren. Einem mittleren Umsatzwachstum der PE/VC-finanzierten Unternehmen von 20,1% steht in dieser ersten Spezifikation vor dem Matching (aber unter Beschränkung auf gleiche Rechtsformen und Branchen) in der Kontrollgruppe eine Wachstumsrate von 6,5% und nach dem Matching von 8,8% gegenüber.

In Spezifikation II berücksichtigen wir auch die verfügbaren Bilanzkennzahlen, wodurch sich die Stichprobe der Unternehmen auf rund 4.000 verringert. Die ausgewiesene Selektionsverzerrung steigt dadurch etwas an, führt im Ergebnis aber nur zu einer geringen Veränderung. Konkret stehen den ursprünglich 20,2% jährlichem Umsatzwachstum der PE/VC-Unternehmen nunmehr 5,5% Wachstum der Kontrollgruppe vor dem Matching und 9,7% Wachstum der Kontrollgruppe nach dem Matching gegenüber. Das heißt 4,2 Prozentpunkte der ursprünglichen Wachstumsdifferenz lassen sich als Selektionsverzerrung erklären, während der spezifische PE/VC-Impact 10,5 Prozentpunkte erklärt. Mit einem Impact Faktor von 1 führt die PE/VC-Beteiligung in dieser Stichprobe somit zu einer Verdopplung des Umsatzwachstums.

Beim Beschäftigungswachstum ist dieser Effekt noch stärker, was zum Teil darauf zurückzuführen ist, dass schon die ursprüngliche Wachstumsdifferenz vor dem Matching größer ist. Zum anderen identifiziert das Verfahren aber trotz der Berücksichtigung der zahlreichen Strukturvariablen X keine wesentliche Selektionsverzerrung, was wahrscheinlich damit zu erklären ist, dass sich positive und negative Selektionsverzerrungen in Summe neutralisieren.

Übersicht 3: Zusammenfassung unterschiedlicher Spezifikationen für die Selektionsgleichung

Kontrollvariable	I.	II.	III.	IV.	V.
Rechtsform	x	x	x	x	x
Region (NUTS 2)	x	x	x	x	x
Branche	x	x	x	x	x
Alter	x	x		x	x
Alter 2	x	x		x	x
Mittlerer Umsatz	x	x		x	x
Mittlerer Umsatz 2	x	x		x	x
Mittlere Beschäftigung	x	x		x	x
Mittlere Beschäftigung 2	x	x		x	x
Gesellschaftskapital	x	x		x	x
Gesellschaftskapital 2	x	x		x	x
KSV-Rating	x	x		x	x
KSV-Rating 2	x	x		x	x
Eigenkapitalquote 2		x			x
Eigenkapitalquote 2		x			x
Tilgungsdauer		x			x
Tilgungsdauer 2		x			x
Cash-flow Quote		x			x
Cash-flow Quote 2		x			x
ROI		x			x
ROI 2		x			x
Absatzgebiet			x	x	x
Innovationsgrad			x	x	x
Innovationstyp (Aneigenbarkeit)			x	x	x
Anzahl der Beobachtungen	33729 ¹⁾	4061 ¹⁾	228 ²⁾	209 ²⁾	145 ²⁾
R ²	0,269	0,320	0,264	0,309	0,550

1) KSV-Unternehmensdaten, ~1996-2004. - 2) WIFO-Befragung, 2002-2005.

Übersicht 4: PE/VC Impacts - Mittelwerte in %

	PE/VC- finanziert ...	Kontrollgruppe		Impact- Faktor	
	∅	∅	vor Matching	... nach Matching	t-Wert
MATCHING 1. Stufe					
<i>Spezifikation I (N=33729; R2=0,27)</i>					
Umsatzwachstum ¹⁾	20,1	6,5	7,48***	8,8	2,41***
Beschäftigungswachstum ¹⁾	11,8	2,9	5,80***	2,9	7,07***
<i>Spezifikation II (N=4061; R2=0,32)</i>					
Umsatzwachstum ¹⁾	20,2	5,5	6,22***	9,7	4,17***
Beschäftigungswachstum ¹⁾	10,9	1,6	5,10***	1,5	6,94***
MATCHING 2. Stufe					
<i>Spezifikation III (N=228; R2=0,264)</i>					
Umsatzwachstum ¹⁾	24,9	9,2	4,23***	11,0	3,83***
Beschäftigungswachstum ¹⁾	14,4	2,9	5,47***	4,6	3,4***
Umsatzwachstum ²⁾	26,3	6,1	5,56***	6,9	3,80***
Beschäftigungswachstum ²⁾	10,6	3,0	1,83*	0,6	1,59
Exportwachstum ²⁾	30,8	14,7	2,20**	27,0	0,34
Innovationen: Umsatzanteil ²⁾	45,6	28,2	3,71***	35,3	1,66
<i>Spezifikation IV (R=209; R2=0,31)</i>					
Umsatzwachstum ¹⁾	24,9	9,4	4,13***	14,4	2,38**
Beschäftigungswachstum ¹⁾	13,3	3,3	4,90***	3,1	3,47***
Umsatzwachstum ²⁾	24,7	6,0	4,96***	6,6	3,32***
Beschäftigungswachstum ²⁾	8,5	3,2	1,26	-1,3	1,49
Exportwachstum ²⁾	26,2	14,8	1,5	26,4	0,03
Innovationen: Umsatzanteil ²⁾	43,6	27,4	3,40***	38,4	0,78

1) KSV-Unternehmensdaten, ~1996-2004. - 2) WIFO-Befragung, 2002-2005; 3) Der Impact-Faktor entspricht dem Ergebniswert der Testgruppe PE/VC-finanzierter Unternehmen dividiert durch dessen Differenz zur Kontrollgruppe.

Übersicht 5: PE/VC Impacts - Mediane in %

	PE/VC- finanziert ...	Kontrollgruppe ... vor Matching	Kontrollgruppe ... nach Matching	Impact- Faktor	
	Median	Median	z-Wert	Median	z-Wert
MATCHING 1. Stufe					
<i>Spezifikation I (N=33729; R2=0,27)</i>					
Umsatzwachstum ¹⁾	19,4	2,8	5,06***	4,4	4,17***
Beschäftigungswachstum ¹⁾	13,6	2,4	4,69***	4,2	3,57***
<i>Spezifikation II (N=4061; R2=0,32)</i>					
Umsatzwachstum ¹⁾	11,1	2,8	5,52***	4,4	4,26***
Beschäftigungswachstum ¹⁾	7,5	2,5	4,18***	0,8	5,00***
MATCHING 2. Stufe					
<i>Spezifikation III (N=228; R2=0,264)</i>					
Umsatzwachstum ¹⁾	20,3	3,6	5,00***	4,9	4,63***
Beschäftigungswachstum ¹⁾	11,7	2,2	4,11***	2,9	2,94***
Umsatzwachstum ²⁾	14,5	5,7	3,65***	4,1	3,43***
Beschäftigungswachstum ²⁾	3,7	2,3	0,85	1,4	1,3
Exportwachstum ²⁾	19,4	8,1	2,17**	10,2	1,17
Innovationen: Umsatzanteil ²⁾	35,0	20,0	2,76***	20,0	1,86*
<i>Spezifikation IV (R=209; R2=0,31)</i>					
Umsatzwachstum ¹⁾	19,9	3,6	6,10***	5,1	2,91***
Beschäftigungswachstum ¹⁾	9,8	2,0	4,18***	4,2	1,69*
Umsatzwachstum ²⁾	15,2	5,6	3,61***	4,4	2,84***
Beschäftigungswachstum ²⁾	3,7	1,9	1,15	2,5	0,17
Exportwachstum ²⁾	15,1	8,6	1,34	14,7	0,32
Innovationen: Umsatzanteil ²⁾	30,0	20,0	1,85*	25,0	0,78

1) KSV-Unternehmensdaten, ~1996-2004. - 2) WIFO-Befragung, 2002-2005. - z_Werte stammen vom Mann-Whitney Test der Rangsummen. 3) Der Impact-Faktor entspricht dem Ergebniswert der Testgruppe PE/VC-finanzierter Unternehmen dividiert durch dessen Differenz zur Kontrollgruppe.

Die Spezifikationen III und IV zeigen die Ergebnisse vor und nach der zweiten Stufe im Matchingverfahren, d.h. nachdem in der nun kleineren Stichprobe¹⁵⁾ aus der Befragung für zusätzliche Strukturvariable kontrolliert wurde. Spezifikation III und IV stimmen in den grundlegenden Tendenzen weitgehend überein. Aufgrund der umfangreicher Auswahl an

¹⁵⁾ Bei zwei Leistungskennzahlen, die im Fragebogen erhoben wurden, war aufgrund der großen Variabilität in Verbindung mit der geringen Anzahl von Antworten kein sinnvoller Vergleich der Mittelwerte möglich. Diese Einschränkung betrifft die durchschnittliche jährliche Veränderung der Investitionen (aktivierbare Vermögenswerte) sowie der Aufwendungen für Forschung und Entwicklung.

Kontrollvariablen sowie der besseren Güte der Regression betrachten wir Spezifikation IV als unser Hauptergebnis, während die Spezifikationen I bis III die Robustheit der allgemeinen Tendenzen bestätigen.

In dieser Berechnung stehen dem durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum der PE/VC-finanzierten Unternehmen in der Größenordnung von 25% ein mittleres Wachstum der Kontrollgruppe nach dem ersten Matching von etwas mehr als 9% gegenüber. Durch die neuerliche Berücksichtigung von Alter, Größe, Bonität, etc. sowie der zusätzlichen Kontrolle für Unterschiede in der Innovationstätigkeit, der Anmeldung gewerblicher Schutzrechte für diese Innovationen, sowie der geografischen Ausdehnung ihrer Hauptabsatzmärkte, identifiziert die zweite Stufe des Matchingverfahrens weitere 5 Prozentpunkte als allgemeine Selektionsverzerrungen, womit das mittlere Wachstum der Kontrollgruppe auf 14,5% ansteigt. Der spezifische Impact-Faktor beträgt somit 0,7. Das bedeutet, die PE/VC-Finanzierung hat das Umsatzwachstum der betroffenen Unternehmen gegenüber dem Referenzwert der Kontrollgruppe um rund 70% erhöht.

Der Impact-Faktor von 0,7 ist von allen Spezifikationen der geringste Wert und daher als robuste Untergrenze anzusehen. Würden wir anstelle der KSV-Daten die Umsatzwerte heranziehen, die von den Unternehmen im Fragebogen für den Zeitraum von 2002 bis 2005 angegeben wurden, verringert sich die Anzahl verfügbarer Beobachtungen. Der PE/VC-Impact bleibt dennoch signifikant und steigt auf einen Wert von 2,7. Ähnliche Werte finden wir, wenn man anstelle der Mittelwerte die Mediane vergleicht. Hier beträgt der Impact-Faktor für die Umsatzzahlen aus dem KSV 2,9 und für jene aus dem Fragebogen 2,4. Die Impact-Faktoren für das Umsatzwachstum sind mit einem Wertebereich zwischen 0,7 und 3,1 nicht nur allesamt positiv und bemerkenswert hoch, sondern in allen erdenklichen Spezifikationen (sowohl für Mittelwert als auch Median) signifikant. Während die genaue Größenordnung mit der gewählten Spezifikation zum Teil stark variiert, ist der allgemeine Befund einer positiven Wirkung der PE/VC-Finanzierung auf das Umsatzwachstum außerordentlich robust.

Diese Aussage gilt nicht in gleichem Umfang für das Wachstum der Beschäftigung. Zwar finden wir auch hier ausnahmslos hohe positive Wirkungen der PE/VC-Finanzierung, allerdings ist die Variation so groß, dass in der kleineren Stichprobe mit den Daten aus der Befragung die Unterschiede zur Kontrollgruppe nicht mehr signifikant sind. Innerhalb der signifikanten Ergebnisse liegt der Wertebereich für die Impact-Faktoren zwischen 1,3 und 3,4. Die absolute Untergrenze bildet der (nicht signifikante) Faktor von 0,5 in der Gegenüberstellung der Mediane in Spezifikation IV. Insgesamt können wir wiederum den Schluss ziehen, dass die exakte Größenordnung der Wirkung von der gewählten

Spezifikation und der verfügbaren Stichprobe abhängt, wir aber im Allgemeinen eine deutlich positive Auswirkung der PE/VC-Finanzierung auf das Beschäftigungswachstum erwarten können¹⁶).

7.2.3 Innovationsleistung und Exportwachstum

Neben dem Wachstum von Umsatz und Beschäftigung interessiert uns auch die Wirkung von PE/VC auf die Innovations- und Exportleistung der Unternehmen. Während die allgemeine Aussage, ob das Unternehmen Innovationen durchgeführt bzw. ob und wie sie diese geschützt hat, als zusätzliche Strukturvariable in der zweiten Stufe des Matchingverfahrens berücksichtigt wurde, betrachten wir nun den *Anteil der Verkaufserlöse von "neuen bzw. merklich verbesserten Produkten und Dienstleistungen am Gesamtumsatz des Jahres 2005"* als Kennzahl für den tatsächlichen Innovationserfolg und damit als Ergebnisvariable. Diese Frage wird nur von jenen Unternehmen beantwortet, die zuvor angegeben haben, seit 2002 eine solche Produktinnovation getätigter zu haben. Die Differenz der Mittelwerte von 43,6% für die PE/VC-finanzierten Unternehmen und 27,4% für die Kontrollgruppe in der Befragung ist bereits das Ergebnis des einstufigen Matchingverfahrens zur Auswahl der Kontrollgruppe in der Befragung. Im zweiten Matching, das nun die durch die Befragung zusätzlich beobachtbaren Strukturvariablen zur Innovationstätigkeit der Unternehmen enthält, geht ein großer Teil dieser Differenz als allgemeiner Selektionseffekt verloren, sodass der Unterschied zur neuen Kontrollgruppe nicht mehr signifikant ist. Unter der plausiblen Annahme, dass diese Innovationstätigkeiten (bzw. die Idee und das Potenzial dazu) bereits vor der PE/VC-Beteiligung vorhanden und somit bestimmende Eigenschaften in der Selektion der Unternehmen waren, muss die Hypothese einer direkten positiven Wirkung der PE/VC-Finanzierung auf den Anteil von Produktinnovationen an den Verkaufserlösen abgelehnt werden.

Ähnlich sind auch die Ergebnisse für die Ergebnisvariable *durchschnittliches Exportwachstum*. Während die Differenz nach dem einstufigen Matching z.B. in Spezifikation IV noch 11,4 Prozentpunkte beträgt, verschwindet diese durch die Berücksichtigung der aus der Befragung gewonnenen zusätzlichen Kontrollvariablen. Allerdings war aufgrund der

¹⁶) In einem abschließenden Test auf die Robustheit der Ergebnisse haben wir noch die Spezifikation IV um die in Spezifikation II verwendeten Bilanzkennzahlen erweitert, wobei die Anzahl der verfügbaren Beobachtungen auf nur mehr 145 Unternehmen sinkt. Aufgrund der geringen Übereinstimmung "ähnlicher" Paare von Unternehmen sind die Ergebnisse aber wenig aussagekräftig und werden daher nicht ausgewiesen. Bei den Wachstumsraten von Umsatz und Beschäftigung aus dem Datensatz des KSV sowie bei dem im Fragebogen erhobenen Beschäftigungswachstum werden die Abweichungen zugunsten der PE/VC-finanzierten Unternehmen sogar noch größer.

großen Variation in dieser Variable bereits die nach dem einstufigen Matching beobachtete Differenz statistisch nicht signifikant.

8 Zusammenfassung

Abschließend können wir die Ergebnisse aus der quantitativen Impact-Analyse folgendermaßen zusammenfassen. Erstens zeigen die Daten, dass PE/VC-finanzierte Unternehmen im Durchschnitt innovativer sind und ihre Exporte schneller ausweiten als andere Unternehmen. Unter der Annahme, dass das zweistufige Matchingverfahren relevante Strukturvariable erfasst, welche die Entscheidung über eine PE/VC-Finanzierung beeinflussen, muss man die ursprünglich beobachteten Differenzen in Bezug auf den Umsatzanteil von Produktinnovationen und dem durchschnittlichen jährlichen Wachstum der Exporte aber als allgemeine Selektionseffekte und nicht als spezifische Impacts der PE/VC-Finanzierung interpretieren. Mit anderen Worten, PE/VC-Beteiligungen machen die Unternehmen selbst nicht innovativer, sondern finanzieren überdurchschnittlich innovative und exportorientierte Unternehmen.

Zweitens zeigen die Daten, dass PE/VC-finanzierte Unternehmen im Durchschnitt schneller wachsen als Unternehmen in vergleichbaren Kontrollgruppen. Im Rahmen des zweistufigen statistischen Matchingverfahrens wurde für den Einfluss weiterer möglicher Selektionsverzerrungen (z.B. durch die Rechtsform, Branche, regionale Verteilung, Alter- und Größenstruktur, Bonität, ausgewählte Bilanzkennzahlen, sowie Innovationstätigkeit und internationale Ausrichtung der Unternehmen) kontrolliert. Dennoch bleibt die sehr robuste Beobachtung positiver PE/VC-spezifischer Wirkungen auf das Wachstum von Umsatz und Beschäftigung der Unternehmen. Diese Impacts umfassen sowohl kausale Effekte im Sinne der Mehrwertfunktion von aktiv gemanagten Beteiligungen, als auch PE/VC-spezifische Selektionseffekte, die auf die besonders sorgfältige Prüfung und Auswahl der Projekte im Rahmen der *due diligence* zurückgehen.

Die obige qualitative Aussage ist unserer Ansicht nach das wichtigste Ergebnis der Untersuchung. Betrachten wir darüber hinausgehend den Wertebereich aller Impact-Faktoren, so liegen diese zwischen 0,5 und 3,4. Im Wissen, dass (i) die konkreten Zahlenwerte mit der jeweils verfügbaren Stichprobe und den ausgewählten Kontrollvariablen zum Teil stark variieren, (ii) die Ergebnisse für das Wachstum der Beschäftigung nicht in allen getesteten Spezifikationen signifikant sind, und (iii) die Messung für eine bestimmte Stichprobe von Unternehmen in der Vergangenheit nicht bedeutet, dass die gleiche Wirkung auch für beliebige andere Unternehmen in der Zukunft gilt, sollte man sie im Einzelnen aber zurückhaltend interpretieren.

Wenn wir bewusst vorsichtig die Untergrenze der beobachteten Werte wählen, bietet sich als grobe Faustregel für das Umsatzwachstum ein spezifischer Impact der PE/VC-Finanzierung von 0,7. Das bedeutet, dass wir für Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung mindestens ein um 70% höheres Umsatzwachstum erwarten können als in vergleichbaren Kontrollgruppen. Beim Wachstum der Beschäftigung sind zwar alle Faktoren positiv und insgesamt in einem ähnlichen Wertebereich, aber aufgrund der größeren Variation nicht immer signifikant. Wir können daher das Ausbleiben PE/VC-spezifischer Impacts nicht ausschließen, betrachten aber den kleinsten aller beobachteten Impact-Faktoren von 0,5 als wahrscheinliche Untergrenze. Das heißt, auch in der Beschäftigung können wir für PE/VC-finanzierte Unternehmen in der Regel ein Wachstum erwarten, das zumindest um 50% über dem vergleichbarer Kontrollgruppen liegt.

Abschließend sei darauf verwiesen, dass die vorliegenden Ergebnisse nur eine aktuelle Bestandsaufnahme der PE/VC-Impacts darstellen, weil wir die betroffenen Unternehmen naturgemäß nur über einen relativ kurzen Entwicklungszeitraum beobachten konnten. Eine systematische und längerfristige (z.B. alle fünf Jahre stattfindende) Erhebung der erfassten Stichprobe wäre aus zwei Gründen wünschenswert. Erstens stärkt sie bei positiver Bestätigung die Gültigkeit der Befunde (bzw. zeigt sie entsprechende Veränderungen auf). Zweitens können wichtige zusätzliche Merkmale, wie z.B. die Nachhaltigkeit der Wachstumsimpulse, die Überlebenswahrscheinlichkeit oder die Häufigkeit von Eigentümerwechsel, in der Impact-Analyse mitberücksichtigt werden. Das im Rahmen dieser Untersuchung entwickelte analytische Instrumentarium bildet dafür eine gute Basis.

Teil 2

***Wirtschaftspolitische Maßnahmen zur
Stärkung des PE-Marktes***

Thomas Jud, AVCO

Executive Summary

Der empirische Teil der vorliegenden Studie hat gezeigt, dass Private Equity eine Reihe wichtiger volkswirtschaftlicher Aufgaben wahnimmt. Es erfüllt eine Finanzierungsfunktion für wachstumsorientierte, innovative KMUs, die durch Kreditmarktrationierung betroffen sind und ohne PE/VC ihre Geschäftsmodelle nicht umsetzen können. Investiert wird aber nur in ausgewählte Unternehmen mit einer hohen Wachstums- und Innovationsorientierung, die dadurch einen besonderen Beitrag zur Modernisierung und zum Strukturwandel der Volkswirtschaft leisten. Beteiligungsgebern kommt damit auch eine Selektions- und Allokationsfunktion zu. Sind Investitionen einmal getätigt, unterstützen PE Geber ihre Beteiligungsunternehmen aktiv in ihrer wirtschaftlichen Entwicklung und nehmen so eine Mehrwertfunktion war, die sich in einem beträchtlich stärkeren Wachstum von Umsatz und Beschäftigung niederschlägt als bei vergleichbaren Unternehmen.

Wie die empirischen Resultate belegen, entschärft Private Equity also die Finanzierungsprobleme wachstumsorientierter, innovativer KMUs und forciert ihre wirtschaftliche Entwicklung. Das legt den Schluss nahe, dass eine Erhöhung der PE Investitionsvolumina auch zu mehr Unternehmenswachstum führt und Beteiligungskapital damit eine wichtige Rolle in der Wachstumspolitik zukommt. Tatsächlich spiegeln Strategien und Maßnahmen, die über die vergangenen Jahre in vielen europäischen Ländern und auf gesamteuropäischer Ebene entwickelt und umgesetzt wurden, auch genau diese Einschätzung wider.

Mit der Einrichtung der Mittelstandsförderungsgesellschaft (MFG) und den FGG-Kapitalgarantien wurden auch in Österreich ab Mitte der 90er Jahre Maßnahmen gesetzt, die in der Folge zu einer dynamischen Entwicklung der österreichischen Beteiligungskapitalindustrie beigetragen haben. Auch die aktuellen Zahlen zu den Investitionsvolumina und den für zukünftige Investitionen frisch aufgebrachten Mitteln für Beteiligungsinvestitionen weisen Österreich auf einem positiven Entwicklungspfad aus. Im Vergleich zu anderen europäischen Ländern zeigt sich dennoch auch weiterhin ein spürbares Aufholpotential.

Will man die positiven volkswirtschaftlichen Effekte, die die empirischen Erhebungen ergeben haben, aktiv nutzen, wird man ein Maßnahmenprogramm implementieren müssen, das die Investitionsvolumina am heimischen Beteiligungskapitalmarkt hebt und seine weitere Entwicklung beschleunigt. Wesentliche Ansatzpunkte dazu wurden von einer Expertengruppe im Rahmen der Plattform Innovation des BMWA, vom Rat für Forschung und Technologieentwicklung für seine Empfehlung zur Gründungs- und

Wachstumsfinanzierung und vom WIFO im Weißbuch: Mehr Beschäftigung durch Wachstum auf Basis von Innovation und Qualifikation bereits erarbeitet und vorgelegt.

Um diese Empfehlungen in ein Gesamtprogramm einordnen zu können, das Private Equity möglichst effektiv als einen Faktor der Wachstumspolitik nutzt, muss man das spezifische Funktionsmodell von PE und die jeweils gegebenen Marktbedingungen explizit berücksichtigen. Nur so kann man sicherstellen, dass die private Initiative nicht durch öffentliche Mittel verdrängt wird und sich die positiven Effekte für die Unternehmensentwicklung voll entfalten können.

Daraus ergeben sich aber wieder allgemeine Grundprinzipien für das Design und die Umsetzung von Politikmaßnahmen, die man dann auf die aktuelle Marktsituation und die Umfeldbedingungen in Österreich anwenden kann, um konkrete Maßnahmen abzuleiten, die die Entwicklung des heimischen Beteiligungskapitalmarktes forcieren sollen.

Grundprinzipien für das Design PE-spezifischer Maßnahmen

Wie jeder Markt so wird auch der Beteiligungskapitalmarkt durch das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage bestimmt. Für das Angebot sorgen die Fondsinvestoren, wie Banken, Pensionsfonds, Versicherungen etc., deren Investitionsbereitschaft mit der Höhe der Performance wächst, die die PE/VC Fonds bieten können. Die Nachfrage wird von den Unternehmen getragen, deren wirtschaftlicher Erfolg wiederum die Basis für die Performance der Investoren bildet. Je geringer, die von den Investoren geforderte Performance ist, desto größer sind das nachgefragte Beteiligungskapital und damit auch die Zahl der zu finanzierenden Projekte.

Wirtschaftpolitische Maßnahmen, die an der Angebotsseite ansetzen, werden darauf zielen, zusätzliche Mittel in den PE/VC Markt zu bringen, um das Angebot zu erweitern. Kommen diese Mittel von der öffentlichen Hand, werden sie zwar, wie gewünscht, die Angebotskurve nach außen verschieben, damit aber auch die Performance drücken und so das Engagement privater Fondsinvestoren reduzieren. Es kommt zum crowding out. Werden dagegen Politikmaßnahmen gesetzt, die die Portfolioallokation der Investoren zugunsten von PE/VC verschieben (z.B. Reduzieren administrativer Kosten von PE Investments), erweitert sich das Angebot ohne crowding out Effekt.

Initiativen auf der Nachfrageseite sind darauf gerichtet, mehr Unternehmen den Zugang zur PE/VC Investitionen zu ermöglichen. Werden dazu Anreize gesetzt, die Innovationsorientierung von Unternehmen und damit ihre Wachstumschancen zu erhöhen, verschiebt sich die Nachfragekurve wie geplant und erhöht so das Investitionsvolumen,

gleichzeitig steigen aber auch die von den Investoren geforderten Ertragsraten. Ein Teil der neu geschaffenen Nachfrage wird daher rationiert und bleibt unbefriedigt. Werden dagegen Initiativen gesetzt, um z.B. die steuerlichen Belastungen von Beteiligungsgeschäften zu reduzieren oder das Ertrags-/Risiko-Profil von Investments durch Garantien zu verbessern, verschiebt sich die Nachfragekurve ebenfalls, allerdings ohne dabei Rationierungseffekte zu generieren.

⇒ An erster Stelle in jedem PE-spezifischen Maßnahmenprogramm sollten rahmensetzende Maßnahmen stehen, die administrative Hürden und Marktrigiditäten beseitigen und crowding out sowie Rationierung vermeiden. Erst wenn die Potentiale in diesem Segment ausgeschöpft sind, ist es sinnvoll, ergänzende direkte Maßnahmen zu setzen.

Um das Beteiligungsgeschäft überhaupt betreiben zu können, müssen die PE Geber bzw. das PE Management die dazu benötigten Mittel von institutionellen Investoren einwerben und in so genannten Beteiligungsfonds poolen, um sie dann aus diesen Fonds heraus in Form von Eigenkapital wieder in KMUs zu investieren. Beteiligungsfonds stehen daher im Zentrum des PE Geschäfts und die rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen für diese Fonds, die so genannten Fondsstrukturen, sind daher auch von ausschlaggebender Bedeutung. Sie bilden die Grundlage für die Abwicklung von Investitionen, sie können administrative Kosten senken und Steuereffizienz für PE Investoren gewährleisten.

⇒ Erste Priorität bei den rahmensetzenden Maßnahmen kommt den Fondsstrukturen zu, die eine unmittelbare Voraussetzung für die erfolgreiche Abwicklung von Beteiligungsgeschäften darstellen.

Obwohl Fondsstrukturen im Zentrum des PE Geschäfts stehen, bilden sie nur die Grundlage und ein Potential für die weitere Entwicklung des Beteiligungsmarktes. Um eine solche Entwicklung auch tatsächlich anzustoßen, sind oft zusätzliche rahmensetzende Initiativen notwendig.

⇒ In Ergänzung zu geeigneten Fondsstrukturen und in Abhängigkeit vom jeweiligen Bedarf sollten weitere rahmensetzende Maßnahmen realisiert werden, um eine profunde Know-how Basis und einen guten Zugang für Fondsinvestoren sicherzustellen, Allokationsentscheidungen der Investoren zugunsten von PE zu forcieren, ein geeignetes Umfeld für unternehmerische Initiative und wachstumsorientierte Geschäftsmodelle zu schaffen, und Förderungen komplementär zu privater Investitionstätigkeit auszurichten.

Im Unterschied zu rahmensetzenden Maßnahmen wirken direkte Maßnahmen unmittelbar auf das Angebot oder die Nachfrage am Beteiligungskapitalmarkt. Sie können dadurch auch unmittelbare und zeitnahe Impulswirkungen auf die Zahl der PE Transaktionen sowie die PE Investitionsvolumina erzeugen und so den Beteiligungsmarkt rasch beleben. Allerdings sind sie auch mit unerwünschten Nebenwirkungen wie crowding out und Rationierung verbunden. Werden sie allerdings für eine ungleichgewichtige Marktsituation konzipiert, in der sich entweder das Angebot oder die Nachfrage rascher entwickeln oder werden sie in geeigneter Weise zu einem Maßnahmenmix kombiniert, können solche unerwünschten Nebenwirkungen beträchtlich reduziert werden.

⇒ PE-spezifische Maßnahmenprogramme, die Investitionsaktivitäten rasch steigern sollen, können neben rahmensetzenden Initiativen auch Instrumente nutzen, die direkt auf Angebot und Nachfrage wirken, wenn diese entweder in eine ungleichgewichtige Marktsituation eingepasst werden oder als geeigneter Maßnahmenmix ausgestaltet sind.

Bei allen Impulsaktivitäten der öffentlichen Hand sind allerdings auch Nebenbedingungen zu beachten, die sich aus der aktuellen Marktsituation ergeben. Beispielsweise lässt sich ein öffentliches Fund of Funds Programm bei entsprechendem Engagement in wenigen Monaten realisieren. Ein geeigneter Pool an erfahrenen PE Investmentmanagern kann im gleichen Zeitraum aber nur schwer aufgestellt werden.

⇒ Jedes öffentliche PE-spezifische Maßnahmenprogramm sollte bei seiner Konzeption und Umsetzung auf relevante Nebenbedingungen der aktuellen Marktsituation Rücksicht nehmen, wie z.B. die Größe und Entwicklungsdynamik der Beteiligungsseite oder die Verfügbarkeit von PE Managementkapazitäten, und sich an diesen Restriktionen orientieren.

Grundprinzipien für die Umsetzung PE-spezifischer Maßnahmen

Das PE Geschäft ist Performance getrieben. Erst die Aussicht auf überdurchschnittlich hohe Veranlagungserträge sorgt dafür, dass Beteiligungskapital für KMUs angeboten wird und sie ist auch verantwortlich für die positiven volkswirtschaftlichen Effekte von PE/VC: Marktversagen bei der Finanzierung von wachstumsorientierter KMUs zu bereinigen, die Finanzierungsmittel an besonders Erfolg versprechende Unternehmen zu vergeben und dabei Mehrwert für die Unternehmensentwicklung zu stiften.

Um eine starke Performanceorientierung im Interesse der Investoren und des PE Managements sicherzustellen, haben sich innere Funktionsmechanismen des Beteiligungsgeschäfts herausgebildet. Sie umfassen Techniken zur Erwirtschaftung von

Performance, Anreizmechanismen für das PE Management, und bestimmte Entscheidungs- und Abwicklungsstrukturen.

Bei den *Performancetechniken* handelt es sich um Verfahren und Instrumente, um ein den Zielen des Fonds entsprechendes Ertrags-/Risiko-Profil des Beteiligungsportfolios sicherzustellen. Entscheidend sind dabei der Einsatz von Eigenkapital und der Aufbau von Beteiligungsportfolios, Erfahrung und Know-how des Beteiligungsmanagements und vor allem auch die Einbindung in dichte Informations- und Beteiligungsnetzwerke, die die Suche, Selektion und aktive Unterstützung der Portfoliounternehmen erleichtern, die Investitionsrisiken reduzieren und komplementäres Know-how einbringen. Die PE Industrie ist damit durch „internal economies“ bzw. positive Wechselwirkungen zwischen den unterschiedlichen Beteiligungsanbietern charakterisiert, die eine wesentliche Voraussetzung für ihre Funktionsfähigkeit darstellen.

Die *Anreizmechanismen* beruhen auf einem Schema zur Verteilung der Fondserlöse, welches sicherstellt, dass das PE Management sowohl an den möglichen Verlusten als auch am wirtschaftlichen Erfolg des Fondsprojekts substanziell partizipiert, so dass die Performancetechniken auch bestmöglich eingesetzt werden.

Die *Entscheidungs- und Abwicklungsstrukturen* von PE Fonds schließlich sollen gewährleisten, dass das PE Managements auch tatsächlich gemäß den Anreizmechanismen agieren kann und dass opportunistisches Verhalten innerhalb der Fondspartnerschaft vermieden wird.

Da die Effektivität der Performancetechniken maßgeblich durch den Aufbau und die Nutzung von Informations- und Netzwerkbeziehungen zwischen PE Gebern mit unterschiedlicher Spezialisierung und Ausrichtung bestimmt wird, ist es auch entscheidend, dass sich die PE Industrie in ihrer Struktur und Spezialisierung so entfalten kann, wie das ihre starke Performanceorientierung verlangt. Eingriffe der öffentlichen Hand in diese grundsätzliche Ausdifferenzierung des Angebots würden Performancepotentiale reduzieren und damit auch die Bereitschaft der Investoren, Mittel in PE Fonds einzuschießen.

⇒ Rahmensexzende Maßnahmen, wie z.B. die Einrichtung von PE Fondsstrukturen, sollten sich an die PE Industrie insgesamt richten und nicht einzelne Segmente wie etwa die Frühphasenfinanzierung oder bestimmte Technologiefelder bevorzugen, weil sonst der Aufbau stark performanceorientierter Strukturen verzerrt wird.

Rahmensexzende Maßnahmen, die die Performance unmittelbar adressieren und direkte Maßnahmen, die das Transaktions- und Investitionsvolumen erhöhen, sind von dieser

prinzipiellen Regel ausgenommen. Allerdings sind auch solche Maßnahmen mit möglicherweise nachteiligen Struktureffekten verbunden, so dass sie in Bezug zu diesem Prinzip umsichtig gestaltet werden sollten.

⇒ Direkte Maßnahmen und rahmensexzende Maßnahmen, die die Performance unmittelbar adressieren, können sich auch auf ausgewählte Segmente der PE Industrie richten (z.B. Frühphasenfinanzierung, bestimmte Technologiefelder). Da sie aber ebenfalls mit Struktureffekten verbunden sind, müssen sie mit Umsicht gestaltet werden.

Setzt die öffentliche Hand direkte Maßnahmen oder nutzt Politikinstrumente, um das Ertrags-/Risiko-Profil zu beeinflussen, erhält sie dadurch meist auch eine Stellung, in der sie den Einsatz von Performancetechniken, die Anreizmechanismen und die Entscheidungs- und Abwicklungsstrukturen von PE Fonds erheblich beeinflussen kann.

⇒ Kann die öffentliche Hand aufgrund von Maßnahmen und Instrumenten, die sie einsetzt, die inneren Funktionsmechanismen des PE Geschäfts beeinflussen, sollte sie diese nicht konterkarieren. Gerade auf jungen noch nicht vollständig entwickelten PE Märkten kann sie sogar eine aktive Rolle einnehmen und die PE Industrie dabei unterstützen, effektive innere Funktionsmechanismen auszubilden.

Konkrete Maßnahmenvorschläge für Österreich

Wendet man die eben beschriebenen Grundprinzipien für das Design und die Umsetzung PE-spezifischer Maßnahmen auf die aktuelle österreichische Situation an, lassen sich eine ganze Reihe von Maßnahmenvorschlägen formulieren.

Rahmensexzende Maßnahmen – Fondsstrukturen

Wie eine Studie der European Private Equity and Venture Capital Association belegt, stellen die rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen in Österreich ein wesentliches Entwicklungsproblem für PE/VC dar. Besonders hervorzuheben sind dabei die in Österreich bestehenden Fondsstrukturen. Zu einem ganz ähnlichen Schluss kommen auch die Experten, die kürzlich im Rahmen der Plattform Innovation des BMWA innovationspolitische Strategien für Österreich erarbeitet haben, sowie der Rat für Forschung- und Technologieentwicklung in seiner Empfehlung zur Gründungs- und Wachstumsfinanzierung vom Juli 2005.

Die derzeit in Österreich übliche Fondsstruktur ist die Mittelstandsförderungs-AG - MFG, die zwar eine Reihe von steuerlichen Vorteilen bietet aber in vielen anderen Bereichen nicht den internationalen Anforderungen des Beteiligungsgeschäfts entspricht. Darüber hinaus ist

die Europäische Kommission der Ansicht, dass die MFG dem EU Beihilfenrecht widerspricht. Sie drängt deshalb auch auf ihre Abschaffung, welche bereits für 2007 zu erwarten ist.

Vor diesem Hintergrund sind folgende rechtliche und steuerliche Maßnahmen wichtig und dringlich, um die weitere Entwicklung von Risikokapital in Österreich zu forcieren und nicht zu gefährden:

- Schaffen von PE Fondsstrukturen im Rahmen eines eigenständigen Gesetzes, basierend auf der international üblichen Rechtsform der Kommanditgesellschaft (limited partnership). Dadurch können typische Geschäftsverläufe bei geringen administrativen Kosten abgewickelt und ausländische Investoren leichter eingeworben werden.
- Anerkennen der neuen Fondsstruktur als spezifische Form der Vermögensverwaltung, um für ausländische Investoren unangenehme Steuernachteile (Besteuerung als gewerbliche Betriebstätte) zu vermeiden.
- Keine Einschränkungen des Beteiligungsgeschäfts durch rechtliche Bestimmungen zu Inlands- und Auslandsinvestments, Investments in bestimmte Branchen, zur Deckelung der Beteiligungshöhe, zur Annexfinanzierung etc.
- Geringe administrative Kosten für institutionelle Investoren mit hoher Professionalität, durch Verzicht aufaufsichtsrechtliche Bestimmungen, die vor allem dem Schutz von Kleinanlegern dienen.
- Umsatzsteuerbefreiung der Leistungen der PE/VC Managementgesellschaften an die Fonds, die nicht als Vorsteuer geltend gemacht werden können, um die Umsetzung der international typischen Organisationsform (Trennung von Fonds und Management) des Beteiligungsgeschäfts zu ermöglichen.
- Körperschaftssteuerbefreiung der PE Investoren, um eine strikte Einfachbesteuerung auch für das Risikokapitalgeschäft zu ermöglichen und wenigstens einen Teil der (beihilfenrechtskonformen) steuerlichen Vorzüge der MFG zu bewahren.
- Sicherstellen von verträglichen Übergangsfristen (mind. 10 + 2 Jahre) bei der Abschaffung der MFG durch die Europäische Kommission.

Rahmensexzende Maßnahmen in Ergänzung zu den Fondsstrukturen

Fondsstrukturen bilden die Grundlage für das Beteiligungsgeschäft, gleichzeitig schaffen sie aber auch nur ein Potential für die weitere Entwicklung des PE Marktes. Um dieses wirklich ausschöpfen zu können, sind jedenfalls ergänzende rahmensexzende Maßnahmen notwendig.

- *Verbesserter Zugang von institutionellen Investoren in PE:* Neue gesetzliche Bestimmungen zu Fondsstrukturen müssen in den Veranlagungsrichtlinien von potentiellen Investoren (Versicherungen, Pensionskassen etc.) berücksichtigt werden, um den Zugsang zu PE Investments zu ermöglichen. Beim Festlegen allfälliger Veranlagungsgrenzen in PE Fonds sollte dem „prudent person“ Prinzip gefolgt werden, wie es in der aktuellen Novelle zum Pensionskassengesetz umgesetzt wurde. Falls jedoch Maximalgrenzen vorgesehen werden, sind diese nicht unter 10% bis 15% anzusetzen. Bei der Novelle des Bankwesengesetzes gemäß Basel II ist darauf zu achten, die Opportunitätskosten für Eigenkapitalinvestments nicht zu stark in die Höhe zu treiben, da sonst spürbare Engpässe auf der Angebotsseite die Folge sein könnten. Banken stellen in Österreich die dominante Kapitalquelle für PE Fonds dar.
- *Awareness- und Infrastrukturmaßnahmen, um PE Investments zu erleichtern:* Gerade für den jungen österreichischen Beteiligungsmarkt sind nicht nur administrative Hürden zu beseitigen und gute Zugänge sicherzustellen, es sollten auch eine entwickelte Infrastruktur (z.B. Standards für Reporting und Bewertung von PE Fonds) für PE Investments geschaffen und gerade für Investoren mit wenig PE Erfahrung Know-how Maßnahmen gesetzt werden. Das Ziel ist dabei, mittel- bis langfristig eine reife Investoren-Community zu etablieren. Weiche, flankierende Initiativen sind aber unbedingt mit aktiven Impulsmaßnahmen wie Fund of Funds- oder Garantieprogrammen zu kombinieren, damit sie auch wirklich von Investoren in Anspruch genommen werden.
- *Aktive Impulse durch Instrumente, die auf das Ertrags-/Risiko-Profil wirken:* Mit dem Kapitalgarantieprogramm der AWS besitzt Österreich bereits ein erprobtes Instrument zur Stimulierung des Beteiligungskapitalmarktes, das auch gute Anknüpfungspunkte für ergänzende weiche Maßnahmen bietet. Allerdings werden derzeit keine neuen Kapitalgarantien vergeben. Da das Konzept der Kapitalgarantien aus wirtschaftspolitischer Sicht aber über sehr gute Design- und Wirkungskomponenten verfügt, wäre es sinnvoll, das Programm wieder zu beleben und zügig einen Neustart durchzuführen.
- *Vermeiden von Instrumenten mit eigenkapitalersetzenden Wirkungen:* Die österreichische Förderlandschaft ist ungemein diversifiziert und reichhaltig. Die Mehrheit der Programme und Maßnahmen ist historisch gewachsen und weist überhaupt keinen Bezug zum österreichischen PE Markt auf. Da sowohl Beteiligungskapital als auch Förderungen Marktversagenskomponenten adressieren und zwischen den beiden meist kein expliziter Bezug besteht, sind Konflikte und Verdrängungswirkungen vorprogrammiert. Um ein produktives Miteinander zu gewährleisten und Komplementaritäts-Potentiale aktiv zu

nutzen, sollten laufende Initiativen und Maßnahmen im Rahmen von Evaluierungen auch auf mögliche Wechselwirkungen zu Beteiligungskapital untersucht und entsprechende Konsequenzen gezogen werden. Geplante Förderinitiativen sollten von vornherein so konzipiert werden, dass sie komplementär zu privater Investitionstätigkeit wirken.

Direkte Maßnahmen als Impuls für die weitere Entwicklung von PE

Mit der Umsetzung neuer Fondsstrukturen, den Maßnahmen für einen leichteren Zugang zu PE Investments, der Wiederaufnahme des Kapitalgarantieprogramms, flankierenden Awareness- und Infrastrukturmaßnahmen und der besseren Einbettung von Private Equity in die bestehende Förderlandschaft ist bereits ein sehr umfassendes Impulspaket für Beteiligungskapital in Österreich geschnürt. Jetzt stellt sich die Frage, ob dieses Paket durch direkte Maßnahmen ergänzt werden soll, die auch kurzfristig spürbare Impulswirkungen auf die PE Transaktions- und Investitionsvolumen haben.

Gegenwärtig ist der österreichische Beteiligungskapitalmarkt durch ein stetiges und nachhaltiges Wachstum gekennzeichnet, das weder einen Kapitalüberhang noch eine zu große Zahl interessanter Investitionsprojekte zeigt. Das Fundraising neuer PE Fonds gestaltet sich dabei aber als durchaus zäher und schwieriger Prozess.

Insgesamt erscheint es daher zielführend, einen stetig wachsenden Strom an Kapital in die Beteiligungsindustrie sicherzustellen. Rahmensexzende Maßnahmen, die günstige rechtliche und steuerliche Umfeldbedingungen und eine geeignete Infrastruktur für PE Investments schaffen, verbunden mit Instrumenten, die die Marktperformance adressieren, ohne die Marktkräfte zu verzerrn, sind geeignete Vorkehrungen, um genau das zu erreichen. Kräftige Impulsmaßnahmen, die die Investitionsvolumina rasch nach oben treiben, wären dagegen eher kontraproduktiv, weil sie die aktuelle Marktsituation überhitzen könnten.

Dennoch gibt es auch Potentiale für direkte Maßnahmen, die die weitere Entwicklung von Beteiligungskapital in Österreich forcieren würden:

- Eine Fund of Funds Initiative der öffentlichen Hand könnte die Fundraisingsituation für österreichische PE Fonds erleichtern und, ähnlich wie das der EIF auf europäischer Ebene bereits praktiziert, starke Qualitätssignalen für private institutionelle Investoren aussenden.
- Laufende Unternehmensförderprogramme der öffentlichen Hand könnten mit flankierenden Maßnahmen wie Schulungs- und Ausbildungsinitiativen ausgestaltet werden, um bestehende Potentiale für PE Finanzierung leichter identifizieren und die

unternehmerischen Geschäftsmodelle besser und mit hoher Qualität darauf ausrichten zu können.

- Unterstützungs- und Fördermaßnahmen für das Frühphasensegment könnten forcierter werden, um das eher geringere Engagement von PE Gebern zu ersetzen und gleichzeitig einen Bereich aufzubauen, der für Nachfolgefinanzierungen durch Beteiligungskapital in Frage kommt. Dabei sollte man den Empfehlungen des Syntheseberichts zur Plattform Innovation des BMWA und den Empfehlungen des Rates für Forschung und Technologieentwicklung folgen.

1 Private Equity – Bedeutung und bisherige Entwicklung in Österreich

Die empirischen Erhebungen und Analysen in Teil 1 der vorliegenden Studie haben gezeigt, dass PE/VC im volkswirtschaftlichen Gesamtkontext eine Reihe wesentliche Grundaufgaben übernimmt.

PE Finanzierung ermöglicht die Umsetzung von Wachstumszielen innovativer KMUs
(Finanzierungsfunktion)

Es reduziert die Finanzierungslücke, die sich für wachstumsorientierte, innovative KMUs im vorbörslichen Bereich aus dem Versagen der traditionellen Finanzmärkte ergibt und bildet damit ein eigenständiges Finanz- bzw. Kapitalmarktsegment. Da dieses Segment eine Finanzierungslücke abdeckt, ist es weitgehend komplementär zum traditionellen Finanzierungsangebot. Da diese Lücke aufgrund von Marktversagen entsteht, kann PE/VC als ein privatwirtschaftlicher Ansatz betrachtet werden, diese Versagenskomponente zu adressieren und zumindest teilweise zu bereinigen. Wie die empirischen Ergebnisse der vorliegenden Studie belegen, sind mit der Finanzierungsfunktion von PE/VC unmittelbare Auswirkungen für die von der Finanzierungslücke betroffenen Unternehmen verbunden: PE-finanzierte Unternehmen wären ohne Beteiligungskapital nicht in der Lage, ihre Wachstumsziele in der angestrebten Weise zu erreichen und könnten in vielen Fällen überhaupt nicht existieren.

PE richtet sich an besonders wachstumsstarke und innovative Unternehmen
(Selektions- und Allokationsfunktion)

Aus den KMUs, die an einer Beteiligungsfinanzierung interessiert sind, werden im Rahmen eines strukturierten Selektionsprozesses jene Unternehmen für eine Finanzierung ausgewählt, die über eine besonders starke Wachstums- und Innovationsorientierung verfügen. Private Equity Geber übernehmen damit eine Selektions- bzw. Allokationsfunktion, die sicherstellt, dass die finanzierten Unternehmen auch einen möglichst großen volkswirtschaftlichen Effekt erzielen und so die Modernisierung und den Strukturwandel der Volkswirtschaft insgesamt unterstützen. Wie die empirischen Ergebnisse zeigen, sind die Private Equity Geber bei der Selektion von Beteiligungsunternehmen und der Allokation der Mittel auch sehr erfolgreich: Bei Umsatz- und Beschäftigungswachstum, bei der Exportneigung und bei der Durchführung von Produkt- und Prozessinnovationen zeigen sich beträchtliche Unterschiede zwischen PE-finanzierten und ähnlichen nicht PE-finanzierten Unternehmen der Kontrollgruppe.

PE bietet nicht nur Eigenkapital sondern unterstützt die Unternehmensentwicklung aktiv (Mehrwertfunktion)

Neben der Finanzierungs- und Selektionsfunktion kommt PE/VC auch eine Mehrwertfunktion zu, die sich in direkten Wachstumsimpulsen für die finanzierten Unternehmen äußert. PE Geber liefern nicht nur Finanzierungsmittel für ihre Beteiligungsunternehmen, sondern stellen darüber hinaus Management-Know-how und Informationsdienste bereit, binden die Unternehmen in neue Netzwerke ein, schärfen das Geschäftsmodell und die Geschäftsprozesse von Unternehmen und sichern ein hohes Maß an Disziplin bei ihrer Verfolgung. Aus diesen Zusatzleistungen lassen sich positive Effekte auf die Unternehmensentwicklung erwarten, die die Auswertung der empirischen Erhebungen auch bestätigt: Selbst in einer sehr konservativen Interpretation der Modellrechnungen zeigt sich für PE-finanzierte Unternehmen ein um 70% höheres Wachstum der Umsätze sowie ein um 50% höheres Wachstum der Beschäftigung als in Kontrollgruppen mit weitgehend vergleichbaren Unternehmen.

Über die vergangenen Jahre wurden sowohl auf gesamteuropäischer Ebene wie auf Ebene der einzelnen Mitgliedsstaaten der EU eine Vielzahl von Strategiepapieren erarbeitet und Maßnahmen gesetzt, um die Weiterentwicklung von PE Märkten zu forcieren und das Volumen von Beteiligungsinvestitionen zu erhöhen. Mit ihrer Mitteilung zur Finanzierung des Wachstums von KMU vom Juni 2006 (vgl. KOM (2006) 349) hat die Europäische Kommission neuerlich die Bedeutung von Risikokapital hervorgehoben und konkrete Impulsmaßnahmen vorgeschlagen. Die Ergebnisse der vorliegenden Studie machen nun deutlich, dass sich die Einschätzung von Private Equity als ein wesentlicher Faktor der Wachstumspolitik auf ein festes empirisches Fundament stützt.

Auch in Österreich wurden Maßnahmen gesetzt, um die Entwicklung von Beteiligungskapital zu stärken. Mitte der 90er Jahre sind die Mittelstandsförderungsgesellschaft (MFG) als eigene PE Fondsstruktur und die FGG-Garantieprogramme eingerichtet worden, die in Folge auch zu einem dynamischen Wachstum der österreichischen Beteiligungsindustrie ganz im europäischen Gleichschritt beigetragen haben.

Von 1997 bis 2000 konnten die in PE Fonds eingeworbenen Mittel (Fundraising) auf € 235 Mio. vervierfacht werden. Noch stärkere Zuwächse verzeichneten die Beteiligungsinvestitionen in KMUs. Von 1997 bis 2000 stiegen sie um das Neunfache auf € 163 Mio. Gleich wie in Gesamteuropa begann sich der Markt ab 2000 allerdings wieder zu drehen, was 2001 sowohl bei den Investitionen (E: -30% / Ö: -10%) als auch beim Fundraising (E: -17% / Ö: -41%) zu Rückgängen führte. Trotz der anhaltend schwierigen wirtschaftlichen Situation blieben die Investitionsaktivitäten 2002 stabil (E: +14% / Ö: -0,7%),

das Fundraising legte dagegen deutlich zu (E: -31% / Ö: +28%). 2003 brachte dann allerdings einen spürbaren Rückgang im Beteiligungsengagement der PE Geber von € 146 Mio. auf nur € 113 Mio. Ab Mitte 2003 stiegen sowohl die heimische Nachfrage nach Private Equity als auch die tatsächlichen Beteiligungsabschlüsse dann wieder an.

2004 wurden bereits wieder € 141 Mio. und damit um 25% mehr Beteiligungskapital in kleine und mittlere Unternehmen investiert. 2005 legten die Investitionen neuerlich zu, wenn auch nur mehr mit einem Plus von rund 1,5%. Investiert wurden € 143 Mio. in 172 kleine und mittlere Unternehmen. Mit einem Anteil von etwa 74% an den Gesamtinvestitionen dominierten wachstumsorientierte KMUs als Beteiligungsziele. Start-up-Unternehmen konnten dabei immerhin knapp 20% auf sich verbuchen, was einem Plus von 83% im Vorjahresvergleich entspricht. Das Mehr an Frühphaseninvestments ging zu Lasten der Expansionsfinanzierung, die 2005 nur mehr etwa 53% der Investitionen auf sich zog aber weiterhin der größte Private Equity-Sektor in Österreich bleibt. Auf Buy-out-Transaktionen, die der Unternehmensnachfolge dienen oder Spin-outs aus großen Konzernen ermöglichen, entfielen ähnlich wie im Vorjahr rund 13%. Dem High-tech-Segment der österreichischen Wirtschaft sind immerhin fast 52% oder € 74 Mio. der Gesamtinvestitionen zuzurechnen. Besonders gut schnitten 2005 auch wieder die Informations- und Kommunikationstechnologien mit einem Anteil von rund 38% ab. Noch wesentlich rasanter als die Beteiligungsinvestitionen hat sich 2005 die Mittelbeschaffung für zukünftige PE Investments entwickelt. Konnten die österreichischen PE Geber 2004 nur rund € 122 Mio. an frischem Kapital für ihre Beteiligungsfonds einwerben, so waren es 2005 immerhin fast € 217 Mio., was einem Zuwachs von etwa 78% entspricht.

Einen Überblick über die Investitionstätigkeit und das Fundraising seit Mitte der 90er Jahre bieten die nachfolgenden Graphiken

Abbildung 2: Entwicklung der Investitionstätigkeit in Österreich

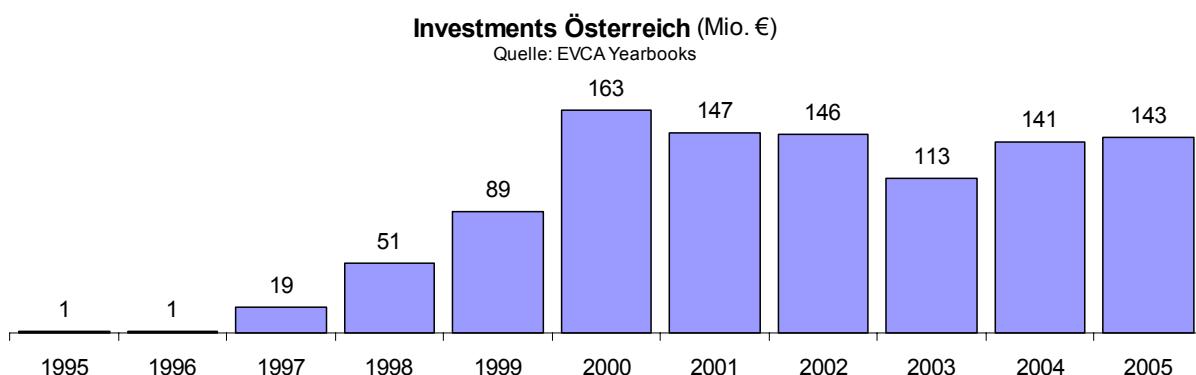
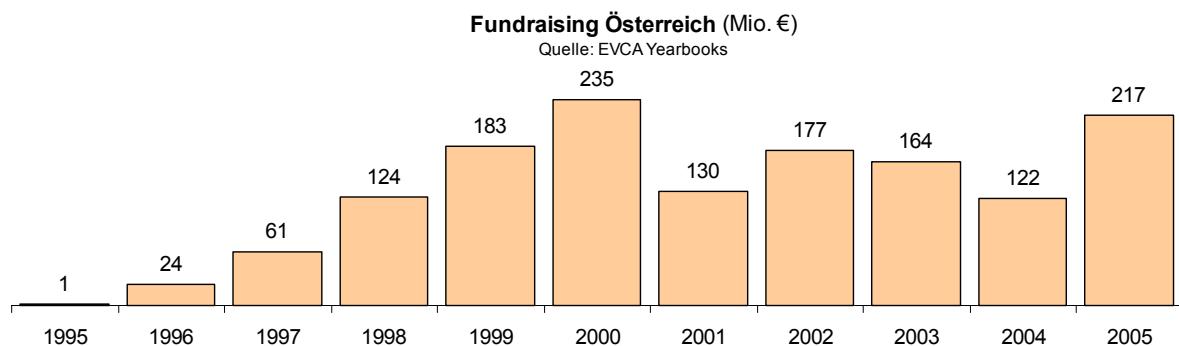
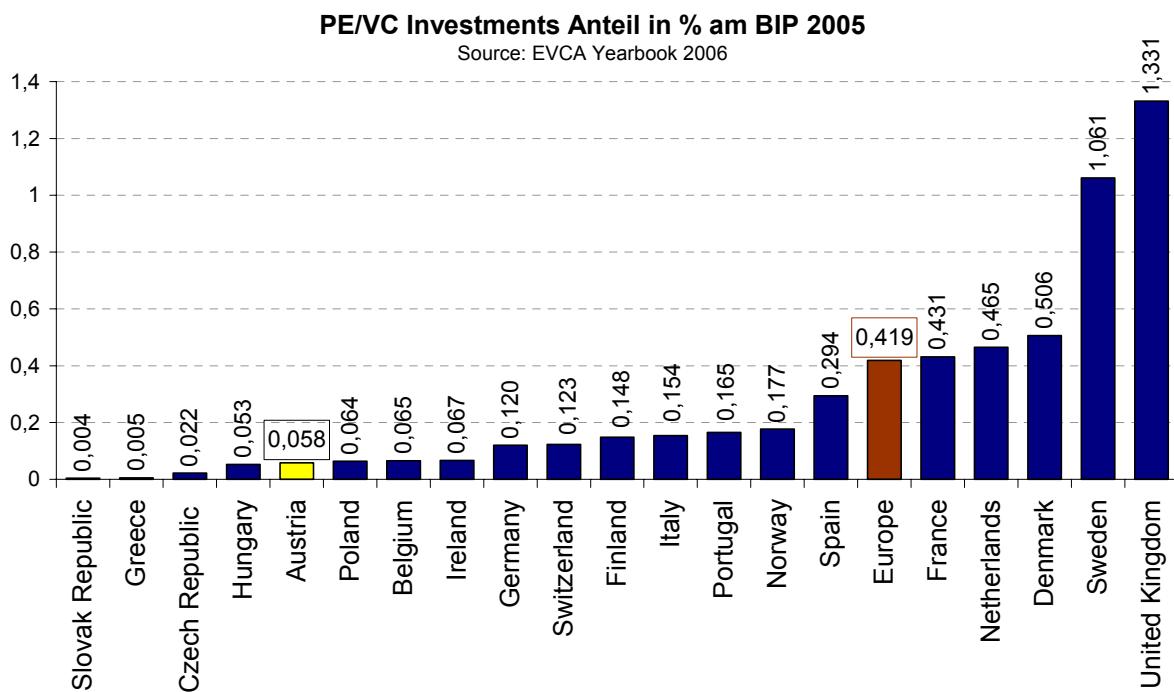


Abbildung 3: Entwicklung des Fundraising in Österreich



Zwar zeigt die gegenwärtige Entwicklung der österreichische PE Industrie überwiegend positive Signale, dennoch besteht ein spürbares Aufholpotential gegenüber vergleichbaren europäischen Ländern. Österreich liegt 2005 mit 0,058% der PE Investitionen im Verhältnis zum BIP weit hinter dem europäischen Schnitt von 0,419% und auch hinten vergleichbaren Ländern wie Belgien mit 0,065%, Deutschland mit 0,120%, der Schweiz mit 0,123% oder Finnland 0,148%.

Abbildung 5: Ranking europäischer Länder nach PE Investments im Verhältnis zum BIP 2005



Will man die positiven volkswirtschaftlichen Effekte der österreichischen PE Industrie, die die empirischen Erhebungen im Rahmen der vorliegenden Studie ergeben haben,

wirtschaftspolitisch nutzen, wird man ein PE spezifisches Maßnahmenprogramm implementieren müssen, das die Investitionsvolumina am heimischen Beteiligungskapitalmarkt hebt und seine weitere Entwicklung beschleunigt. Eine solche Initiative wäre jedenfalls gut mit den gesamteuropäischen Plänen sowie mit Strategien und Empfehlungen abgestimmt, die erst kürzlich in Österreich erarbeitet und vorgelegt wurden. In ihrer Mitteilung zur Finanzierung des Wachstums von KMU proklamiert die Europäische Kommission die Verdreifachung der Frühphaseninvestitionen von Wagniskapitalfonds als ein wesentliches Ziel (vgl. KOM (2006) 349, S. 5). In Österreich haben sowohl eine Expertengruppe im Rahmen der Plattform Innovation des BMWA (vgl. JOANNEUM RESERACH 2005, S. A17f und E7ff) als auch der Rat für Forschung und Technologienentwicklung in seiner Empfehlung zur Gründungs- und Wachstumsfinanzierung (vgl. RTF 2005, S. 4f) dringend eine Verbesserung der rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen für PE/VC empfohlen. Als Reaktion darauf hat die österreichische Bundesregierung in ihrem Beitrag zum Neustart der Lissabon-Strategie, dem nationalen Reformprogramm für Wachstum und Beschäftigung, auf die Bedeutung von Wagniskapitalmärkten hingewiesen und eine Verbesserung der Rahmenbedingungen sowie Maßnahmen zur Erhöhung des Anteils von Investitionen in Private Equity angekündigt. Im kürzlich erschienenen Weißbuch: Mehr Beschäftigung durch Wachstum auf Basis von Innovation und Qualifikation weist auch das WIFO darauf hin, dass angebots- und nachfrageseitige Hemmnisse für Beteiligungskapital in Österreich beseitigt werden müssen und vor allem die rechtlichen und steuerlichen Bedingungen für PE/VC an internationale Standards anzupassen sind (vgl. WIFO 2006, S. 65).

Die nun folgenden Ausführungen befassen sich mit der Frage, wie ein wirtschaftspolitisches Maßnahmenprogramm zur Steigerung des PE Investitionsvolumens ausgestaltet sein sollte, um tatsächlich Entwicklungsimpulse für PE Märkte zu erzielen, ohne die private Initiative durch öffentliche Mittel zu verdrängen und die positiven Effekte für die Unternehmensentwicklung abzuschwächen oder gar zu gefährden. Dazu werden im Folgenden

- Erstens, der Einfluss öffentlicher Maßnahmen auf die Angebots- und Nachfragebedingungen am Beteiligungsmarkt unter Berücksichtigung des PE Funktionsmodells untersucht und allgemeine Prinzipien für Politikmaßnahmen abgeleitet, die möglichst geringe Verdrängungseffekte für private Investitionsaktivitäten gewährleisten.
- Zweitens, die inneren Funktionsmechanismen des PE Geschäfts erläutert, die die Grundlage für die positiven Effekte der Beteiligungsfinanzierung auf die

Unternehmensentwicklung bilden, und allgemeine Prinzipien für die Umsetzung von Politikmaßnahmen abgeleitet, die sicherstellen, dass die inneren Funktionsmechanismen nicht konterkariert und so die positiven Effekte der Beteiligungsfinanzierung bewahrt werden.

- Im abschließenden dritten Kapitel werden die Ergebnisse der ersten beiden Abschnitte in den österreichischen Kontext gestellt und konkrete Maßnahmen zur Stimulierung des heimischen Beteiligungskapitalmarktes vorgeschlagen.

2 Grundprinzipien für das Design öffentlicher Maßnahmen zur Stärkung von PE/VC

Folgt man der Analyse von Gompers und Lerner (2001) ist der Beteiligungskapitalmarkt ganz ähnlich wie andere Kapital-, Finanz- oder Gütermärkte durch das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage bestimmt. Für das Angebot sorgen die Fondsinvestoren, wie Banken, Pensionsfonds, Versicherungen etc., deren Investitionsbereitschaft mit der Höhe der Performance wächst, die die PE/VC Fonds bieten können. Die Nachfrage wird von den Unternehmen getragen, deren wirtschaftlicher Erfolg wiederum die Basis für die Performance der Investoren bildet. Je geringer, die von den Investoren geforderte Performance ist, desto größer sind das nachgefragte Beteiligungskapital und damit auch die Zahl der zu finanzierenden Projekte.

Aus wirtschaftspolitischer Sicht lassen sich vor diesem Hintergrund Maßnahmen setzen, die entweder das Angebot oder die Nachfrage oder in einem Maßnahmenmix beide Seiten gleichzeitig beeinflussen.

Angebotsseitige Maßnahmen werden darauf zielen, zusätzliche Mittel in den PE/VC Markt zu bringen, um das Angebot zu erweitern. Die Effekte, die sich aus einer solchen Politik ergeben, hängen vor allem von der Herkunft des dafür notwendigen Kapitals ab:

- Pumpt die öffentliche Hand zusätzliche Mittel in den PE/VC Markt, verschiebt sie damit die Angebotskurve, was wiederum die erwartete Performance nach unten drückt und die privaten PE/VC Investoren zu einer Rücknahme ihres Engagements bewegt. Es kommt also zum crowding out des privaten Angebots durch die öffentlichen Investitionen, so dass sich der gewünschte Mengeneffekt aus der Politikmaßnahme nur teilweise einstellt.
- Setzt die öffentliche Hand hingegen Maßnahmen, die die Entscheidungsvariablen der privaten institutionellen Investoren so verändern, dass sie ihre Portfolioallokation

anpassen und mehr Kapital in PE/VC investieren, erweitert sich das Angebot ebenfalls. In diesem Fall aber ohne einen crowding out Effekt zu erzeugen.

Initiativen auf der Nachfrageseite sind vor allem darauf ausgerichtet, mehr Unternehmen den Zugang zur PE/VC Investitionen zu ermöglichen. Die Effekte solcher Maßnahmen, sind hauptsächlich davon bestimmt, ob man das nachgefragte Volumen an PE/VC Investitionen oder aber die von den PE/VC Investoren erwarteten Ertragsraten adressiert.

- Setzt die öffentliche Hand z.B. erfolgreich Anreize, die Innovationsorientierung von Unternehmen und damit ihre Wachstumschancen zu erhöhen, steigt das nachgefragte PE/VC Volumen. Die Nachfragekurve verschiebt sich, erhöht, wie geplant, das Investitionsvolumen, gleichzeitig steigen aber auch die von den Investoren geforderten Ertragsraten. Ein Teil der neu geschaffenen Nachfrage wird daher rationiert und bleibt unbefriedigt.
- Werden dagegen Initiativen gesetzt, um z.B. administrative Kosten oder steuerliche Belastungen von Beteiligungsgeschäften zu reduzieren oder das Ertrags-/Risiko-Profil von Investments durch Garantien zu verbessern, verschiebt sich die Nachfragekurve ebenfalls, allerdings ohne dabei die zugrunde liegende Beteiligungskapitalnachfrage der Unternehmen zu verändern. Mehr Unternehmen erhalten den Zugang zu PE/VC ohne dass ein Rationierungseffekt auftritt.

Es zeigt sich also, dass angebots- als auch nachfrageseitige Maßnahmen in zwei Gruppen zerlegt werden können:

- Rahmensexzende Maßnahmen aller Art, wie z.B. Regulierungs-, Infrastruktur-, Informations-, Awareness-, oder Know-how Initiativen, die die Entscheidungsgrundlagen der Anbieter und Nachfrager ändern aber nicht direkt das Angebot oder die Nachfrage erhöhen. Solche Maßnahmen sind weder mit crowding out noch mit Rationierungseffekten verbunden.
- Direkte Maßnahmen, wie z.B. das Einrichten eines mit öffentlichen Mitteln dotierten PE/VC Fonds oder innovationspolitische Initiativen zur Steigerung der Zahl innovations- und wachstumsorientierter Unternehmensgründungen, mit denen die Zahl an PE/VC Transaktionen sowie die Investitionsvolumina unmittelbar erhöht und so die gewünschten Zielwirkungen erreicht werden, die aber auch mit Verdrängungs- und Rationierungseffekten verbunden sind und so unerwünschte volkswirtschaftliche Kosten erzeugen.

Daraus lässt sich ein erstes Grundprinzip für öffentliche Maßnahmen ableiten, die die Entwicklung von Beteiligungskapitalmärkten forcieren sollen:

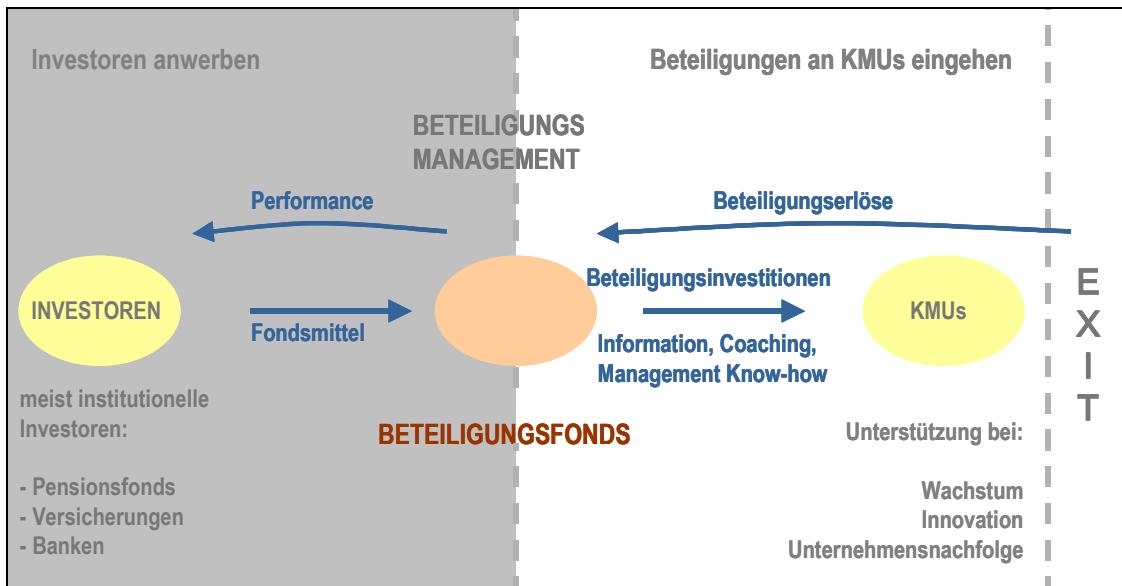
⇒ An erster Stelle in jedem PE-spezifischen Maßnahmenprogramm sollten rahmensexzende Maßnahmen stehen, die administrative Hürden und Markt rigiditäten beseitigen und das Umfeld für einen funktionsfähigen Beteiligungsmarkt aufbereiten. Erst wenn die Potentiale in diesem Segment ausgeschöpft sind, ist es sinnvoll ergänzende direkte Maßnahmen zu setzen.

Wenn direkte Maßnahmen auf der Nachfrageseite die Nachfragekurve nach außen verschieben, dabei die geforderte Ertragsrate erhöhen und so Rationierung erzeugen und gleichzeitig angebotsseitige Maßnahmen genau die gegenläufige Wirkung auf die Performance von Beteiligungsinvestitionen haben, kann daraus geschlossen werden, dass eine Kombination von Maßnahmen auf beiden Seiten des Marktes mit besonders starken Zielwirkungen verbunden sein wird und darüber hinaus unerwünschte Nebenwirkungen (crowding out und Rationierung) zumindest teilweise neutralisiert werden können. Solche unerwünschten Nebenwirkungen von direkten Maßnahmen können aber auch vermieden werden, wenn die angebots- oder nachfrageseitigen Maßnahmen in eine ungleichgewichtige Marktsituation eingepasst werden, in der sich eine der beiden Seiten rascher entwickelt als die andere. Also etwa ein statisches oder langsam wachsendes Angebot auf eine boomende Nachfrage trifft. Daraus lässt sich ein weiteres Grundprinzip ableiten.

⇒ Im Rahmen eines PE/VC-spezifischen Maßnahmenprogramms sollte die öffentliche Hand direkte Maßnahmen entweder in eine ungleichgewichtige Marktsituation einpassen oder einen Maßnahmenmix konzipieren, der sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite des Beteiligungskapitalmarktes ansetzt und dabei Rationierungs- und Verdrängungseffekte zumindest teilweise neutralisiert.

Zur Ausgestaltung rahmensexzender und direkter Maßnahmen stehen eine Fülle von Instrumenten zur Verfügung, die an den vier unterschiedlichen Komponenten des Private Equity Funktionsmodells ansetzen: Der Investorenseite, den Beteiligungsfoncls sowie dem Beteiligungsmanagement, den Beteiligungsinvestitionen in KMUs und den Exitbedingungen bzw. dem Kapitalmarktumfeld. Die folgende Graphik fasst das Funktionsmodell von Private Equity zusammen.

Abbildung 1: PE Funktionsmodell



Eine ausführliche Erläuterung des Funktionsmodells sowie von Politikinstrumenten, die an den vier Komponenten des Modells ansetzen, und eine ganze Reihe von internationalen Beispielen, die den Einsatz und die Kombination dieser Instrumente illustriert, finden sich in Gloden, Jud, Peneder (2004) (vgl. dazu S. 21ff und S. 91ff). Stützt man sich auf die Ergebnisse dieser Arbeit, lassen sich weitere Grundprinzipien zur Ausgestaltung eines PE-spezifischen Maßnahmenprogramms ableiten.

Im Zentrum des PE Geschäfts stehen die Beteiligungsfonds, in die das PE Management die benötigten Mittel von institutionellen Investoren einwirbt und poolt, um sie dann in Form von Eigenkapital direkt in KMUs zu investieren. Die rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen für diese Beteiligungsfonds, die so genannten Fondsstrukturen, sind daher auch von ausschlaggebender Bedeutung für das Beteiligungsgeschäft. Sie bilden die Grundlage für die Abwicklung des PE Geschäfts, sie können administrative Kosten senken und Steuereffizienz für PE Investoren gewährleisten, was den Zustrom von Mitteln in die PE Industrie erleichtert. Innerhalb der rahmensetzenden Maßnahmen nimmt die Einrichtung geeigneter Fondsstrukturen nach internationalem Vorbild deshalb eine zentrale Stellung ein. Genau aus diesem Grund wurden erst kürzlich in Belgien und Luxemburg neue auf das PE Geschäft abgestimmte Fondsstrukturen eingeführt und deshalb werden derzeit in Deutschland wie auch auf gesamteuropäischer Ebene neue gesetzliche Rahmenbedingungen für Private Equity diskutiert.

⇒ Erste Priorität bei den rahmensetzenden Maßnahmen kommt den Fondsstrukturen zu, die eine unmittelbare Voraussetzung für die erfolgreiche Abwicklung von Beteiligungsgeschäften bilden.

Obwohl Fondsstrukturen im Zentrum des PE Geschäfts stehen, bilden sie nur die Grundlage und ein Potential für die weitere Entwicklung des Beteiligungsmarktes. Um eine solche Entwicklung auch tatsächlich anzustoßen, sind oft zusätzliche rahmensetzende Initiativen notwendig, wie sie z.B. vom EIF auf europäischer Ebene oder von SITRA und FII in Finnland umgesetzt wurden (vgl. dazu Golden, Jud, Peneder 2004, S. 92f).

⇒ In Ergänzung zu geeigneten Fondsstrukturen sollten in Abhängigkeit vom jeweiligen Bedarf, der sich aus den bestehenden steuerlichen, rechtlichen und infrastrukturellen Rahmenbedingungen sowie den Marktbedingungen ergibt, weitere Maßnahmen gesetzt werden, wie z.B.:

- Explizite Berücksichtigung von PE als Veranlagungsklasse in den Veranlagungsrichtlinien institutioneller Investoren und Sicherstellung eines flexiblen offenen Zugangs zur „asset class“ Private Equity.
- Awarenessmaßnahmen für Investoren am besten in Kombination mit anderen Impulsmaßnahmen, um „Newcomer“ in ihre Rolle als PE Investoren bestmöglich einzuführen.
- Infrastrukturmaßnahmen zur Steigerung der Transparenz des PE Marktes, die sich vor allem auf Informations- und Datenbereitstellung konzentrieren und in enger Zusammenarbeit mit der PE Industrie konzipiert und umgesetzt werden, um nicht sogar gegenteilige Wirkung zu erzeugen.
- Einsatz von Instrumenten, die das Ertrags-/Risiko-Profil von PE Investments (auf der Fonds- sowie auf der Beteiligungsseite) adressieren und die Investitionsvolumina erhöhen, ohne dabei die zugrunde liegenden Angebots- und Nachfragebeziehungen zu verzerren.
- Zu vermeiden sind jedenfalls Instrumente, die eigenkapitalersetzende Wirkung haben und sich auf Branchen und Technologiefelder richten, in die PE/VC investiert wird. Dadurch würden der Markt verzerrt und möglicher Weise auch die Mehrwerteffekte der Beteiligungsförderung reduziert (vgl. dazu Gloden, Jud, Peneder 2004, S. 97).

- Verbesserung der Umfeldbedingungen für Unternehmen und unternehmerische Initiative generell, wie sie durch Regelungen zu Unternehmens- und Kapitalertragssteuern, zur Rechtsform von Unternehmen, zu Mergers and Acquisitions, zu stock options, zu intellectual property rights, zu administrativen Kosten der Unternehmensgründung etc. bestimmt werden.

Wie bereits ausgeführt, wirken direkte Maßnahmen unmittelbar auf das Angebot oder die Nachfrage am Beteiligungskapitalmarkt. Sie erzeugen dadurch anders als rahmensexzende Maßnahmen, auch unmittelbare und zeitnahe Impulswirkungen auf die Zahl der PE Transaktionen sowie die PE Investitionsvolumina. Soll im Rahmen eines PE-spezifischen Maßnahmenprogramms rasch eine Belebung des Beteiligungsmarktes erreicht werden, dann lässt sich ein weiteres Grundprinzip formulieren.

⇒ Ein Maßnahmenprogramm, das darauf zielt, die PE/VC Investitionsaktivitäten spürbar zu steigern, sollte neben rahmensexzenden Initiativen auch Instrumente nutzen, die direkt auf Angebot und Nachfrage wirken, weil so rasch spürbare Impulswirkungen erzielt werden können. Unter die direkten Maßnahmen fallen z.B. (vgl. dazu auch Gloden, Jud, Peneder 2004, S. 91ff)):

- Fund of Fund Initiativen, bei denen die öffentliche Hand als Investor in PE/VC Fonds auftritt.
- Co-Finanzierungsprogramme, bei denen die öffentliche Hand gemeinsam mit privaten Leadinvestoren Beteiligungen an KMU eingehet.
- Alle Formen von technologie- und innovationspolitischen Fördermaßnahmen, die die Nachfrage nach PE Investitionen erhöhen.

PE/VC-spezifische Maßnahmen, egal welcher Art und Ausgestaltung, treffen immer auf eine ganze Reihe von Nebenbedingungen, die sich aus der aktuellen Marktsituation ergeben und die beim Maßnahmendesign beachtet und berücksichtigen müssen. Solche Nebenbedingungen können zwar selbst wieder Gegenstand von Maßnahmen sein, allerdings mit unterschiedlichen Wirkungszeiträumen. So lässt sich beispielsweise bei entsprechendem Engagement ein öffentliches Fund of Funds Programm in wenigen Monaten konzipieren, mit Geldmitteln ausstatten und starten. Ein geeigneter Pool an erfahrenen und mit den nötigen Kompetenzen versehenen PE/VC Investmentmanagern kann im gleichen Zeitraum nur schwer aufgestellt werden. Auch PE/VC Fonds, die sich z.B. ausschließlich auf Investments in Biotechnologiefirmen spezialisieren, können in absehbarer Zeit eingerichtet werden. Ob diese allerdings die kritische Masse an interessanten

Investitionszielen vorfinden, hängt wieder ganz von der Größe und Entwicklungsdynamik des Technologiefeldes innerhalb des fokussierten regionalen Einzugsgebietes des Fonds ab.

⇒ Jedes öffentliche PE-spezifische Maßnahmenprogramm sollte bei seiner Konzeption und Umsetzung auf relevante Nebenbedingungen der aktuellen Marktsituation Rücksicht nehmen und sich an diesen Restriktionen orientieren. Als Nebenbedingungen sind jedenfalls zu berücksichtigen:

- Beschränkte Verfügbarkeit von PE Managementkapazitäten
- Restriktionen, die sich aus der Größe und Entwicklungsdynamik der Beteiligungsseite ergeben
- Restriktionen, die sich aus dem Know-how und den Erfahrungen von institutionellen Investoren bei Investments in PE/VC Fonds ergeben.

3 Was bei der Umsetzung öffentlicher Maßnahmen zu beachten ist

Im vorhergehenden Kapitel wurde ausführlich erläutert, welchen Prinzipien die öffentliche Hand beim Design von PE-spezifischen Politikmaßnahmen folgen sollte. Aber auch ein gutes Maßnahmendesign, das auf die spezifischen Marktgegebenheiten abgestimmt ist, Marktverzerrungen vermeidet und relevante Nebenbedingungen berücksichtigt, verfehlt seine Wirkung, wenn in der Umsetzung und konkreten Ausgestaltung der Maßnahmen wesentliche Details übersehen werden.

Das Beteiligungsförderungsgeschäft läuft nach inneren Funktionsmechanismen ab, die maßgeblich über die positiven volkswirtschaftlichen Effekte von Private Equity bestimmen. Sollen die Finanzierung-, Selektions- und Mehrwertfunktion von Beteiligungskapital bewahrt und durch ein intelligentes Maßnahmendesign aktiv genutzt werden, darf die Implementierung dieser Maßnahmen diese inneren Funktionsmechanismen des Private Equity Geschäfts nicht konterkarieren. Daher werden im nun Folgenden

- erstens, die inneren Funktionsmechanismen näher erläutert und
- zweitens, Prinzipien abgeleitet, denen die Umsetzung eines sorgfältig konzipierten Maßnahmenprogramms folgen sollte.

3.1 Innere Funktionsmechanismen von Private Equity

Typischer Weise ist das PE Geschäft Performance getrieben. Die Erträge, die durch das Kaufen, Weiterentwickeln und Wiederveräußern von Unternehmen erwirtschaftet werden,

motivieren die Investoren Geld an PE Fonds zu kommittieren und sie bilden den Anreiz und die Triebfeder für das PE Management sich engagiert in die Auswahl, die Finanzierung und aktive Unterstützung von Portfoliounternehmen einzubringen. Erst die Aussicht auf eine überdurchschnittlich hohe Veranlagungsperformance sorgt dafür, dass Beteiligungskapital für KMUs angeboten wird und sie ist verantwortlich für die positiven volkswirtschaftlichen Effekte von PE/VC: Marktversagen bei der Finanzierung von Wachstum und Innovation kleiner und mittlerer Unternehmen zu bereinigen, die Finanzierungsmittel an besonders Erfolg versprechende Unternehmen zu vergeben und dabei Mehrwert für die Unternehmensentwicklung zu erzeugen.

Die inneren Funktionsmechanismen von Private Equity sind daher auch stark auf die Veranlagungsperformance fokussiert. Im Grunde lassen sie sich in drei Komponenten zerlegen:

- Verfahren und Techniken, um Performance zu erwirtschaften
- Anreizmechanismen, die beim PE Management eine hohe Performanceorientierung schaffen und einen Interessensausgleich zwischen Investoren und Management sicherstellen
- Entscheidungs- und Abwicklungsstrukturen, die ein Agieren des PE Fonds gemäß den Anreizmechanismen ermöglichen und opportunistisches Verhalten innerhalb der Fondspartnerschaft vermeiden.

3.1.1 Techniken zur Erwirtschaftung von Performance

Beteiligungskapital ist Risikokapital. PE Geber verwenden viel Zeit und Mühe darauf, geeignete Portfoliounternehmen zu suchen und ihre Erfolgschancen zu durchleuchten bevor sie Investments eingehen. Aber selbst wenn die Selektion der Portfoliounternehmen mit viel Erfahrung, Know-how und Umsicht erfolgt ist, sind die einzelnen Investments immer noch von beträchtlichen Erfolgsrisiken betroffen. Performance kann daher nur erzielt werden, wenn sich die Beteiligungsgeber nicht nur auf die Ertragsseite alleine, sondern vielmehr auf das Ertrags-/Risiko-Profil ihrer Investments konzentrieren. Neben den oft aufwendigen Verfahren der Suche, Bewertung und Selektion von Unternehmen werden die folgenden Techniken genutzt und miteinander kombiniert, um bestehende Ertragsmöglichkeiten auch bei hohem Risiko auszuschöpfen:

Portfoliobildung und Finanzierung mit Eigenkapital

Im Gegensatz zu Banken bieten PE Geber Eigenkapital, das sie zu Mitunternehmern macht, die an den oft überdurchschnittlichen Erfolgen ihrer Portfoliounternehmen beteiligt sind (up-

side Beteiligung). Eigenkapital wird aber nicht an einzelne, sondern an eine Vielzahl unterschiedlicher Unternehmen mit möglichst unabhängigem Ertragsrisiko vergeben. Dadurch entsteht ein Beteiligungsportfolio, in dem „risk spreading“ Effekte genutzt werden können: Erweist sich eine der Beteiligungen innerhalb des Portfolios als Fehlschlag, so besteht bei unabhängigem Ertragsrisiko der Einzelinvestitionen eine gute Chance, dass der Verlust durch eine andere (up-side) Beteiligung kompensiert wird. Das Gesamtrisiko eines Eigenmittelfinanziers wird dadurch gesenkt.

Syndizierung von Beteiligungsinvestitionen

Zusätzlich werden an Einzelinvestitionen oft andere Eigenmittelgeber beteiligt ("risk sharing"). Das reduziert sowohl den erwarteten Ertrag als auch das Ertragsrisiko der Investition. Da Beteiligungen aber wechselseitig zwischen den PE Gebern erfolgen, steigt die Anzahl der Einzelinvestitionen mit unabhängigen Ertragsrisiken in jedem Portfolio und damit der erwartete Ertrag wieder an, ohne das vorher verringerte Risiko wieder zu erhöhen.

Aktive Unterstützung der Unternehmen und ihrer wirtschaftlichen Entwicklung

Auf Basis dieses "risk-sharing" Prozesses entstehen Beteiligungsnetzwerke, die nicht nur das Investitionsrisiko senken, sondern darüber hinaus sowohl die Auswahl als auch die laufende Betreuung der Beteiligungsnehmer verbessern (direkte Risikosenkung): Jeder Eigenmittelgeber versucht seine Beteiligungsnehmer durch eine entsprechende Managementberatung aktiv in ihrer Entwicklung und in ihrem Wachstum zu unterstützen, da er seine Profite aus ihren steigenden Substanzwerten lukriert. Der intensive Informationsaustausch innerhalb der Beteiligungsnetzwerke, der es den einzelnen Investoren erlaubt, sich stärker auf bestimmte technologische, sektorale oder regionale Nischen zu konzentrieren und gezielt spezifisches Know-how und Geschäftskontakte aufzubauen, ist dabei ein wichtiger Erfolgsfaktor.

Entscheidend für den Erfolg von Beteiligungsgeschäften, der wieder an der Performance gemessen wird, sind daher der Einsatz von Eigenkapital, Erfahrung und Know-how des Beteiligungsmanagements, dichte Informations- und Beteiligungsnetzwerke, die die Suche, Selektion und aktive Unterstützung der Unternehmen erleichtern, die Investitionsrisiken reduzieren und komplementäres Know-how einbringen. Die PE Industrie ist damit durch „internal economies“ bzw. positive Wechselwirkungen zwischen den unterschiedlichen Anbietern charakterisiert, die eine wesentliche Voraussetzung für ihre Funktionsfähigkeit darstellen.

3.1.2 Anreizmechanismen für Performanceorientierung und Interessensausgleich

Typischer Weise werden die von einem PE Fonds erwirtschafteten Beteiligungserlöse zwischen Investoren und PE Management aufgeteilt.

Die Investoren, die die Mittel für einen PE Fonds bereitstellen, erhalten ab dem Zeitpunkt der ersten Beteiligungsveräußerungen finanzielle Rückflüsse nach folgendem Schema:

1. Rückführung der ursprünglich in den Fonds investierten Mittel
2. Vertraglich vereinbarte Verzinsung („hurdle rate“ oder „hurdle“) für die ursprünglichen Investitionen
3. Anteil von meist 80% an den nach Abzug der ersten beiden Komponenten verbleibenden Fondserlösen.

Die Investoren tragen aber auch das volle Risiko des Beteiligungsgeschäfts, so dass die tatsächlich geleisteten Zahlungen von der wirtschaftlichen Entwicklung des Fonds abhängen. Sollte also der Fonds Erträge erwirtschaften, die gerade das Volumen des ursprünglich investierten Kapitals erreichen, so erhalten die Investoren auch nur diese Mittel zurück. Der Anspruch auf die „hurdle rate“ (Punkt 2.) und auf den Anteil der Nettoerlöse (Punkt 3.) entfällt.

Das Fondsmanagement erhält für den Aufbau und die Erhaltung der für das Beteiligungsgeschäft nötigen Infrastruktur und zur Finanzierung des laufenden Betriebs eine „management fee“. Diese „fee“ fällt gleich wie die Aufwendungen und Anstrengungen des Fondsmanagements unabhängig vom wirtschaftlichen Erfolg des Fonds an. Sie bemisst sich üblicherweise in Prozent des ursprünglich von den Investoren an den Fonds investierten Kapitals, kann aber auch von einer anderen vereinbarten Basis berechnet werden. International üblich ist eine Vergütung zwischen 2,0% und 2,5% per annum, wobei die Fondsgröße einen wesentlichen Einfluss auf den veranschlagten Prozentsatz hat. Es gilt: Je größer der Fonds desto kleiner der Prozentsatz.

Darüber hinaus hat das Management Anspruch auf einen Anteil an den Fondserlösen in Form des „carried interest“ oder „carry“. Berechnet wird der „carry“ in Prozent der Fondserlöse nach Abzug der ersten beiden Vergütungskomponenten der Investoren („Rückführung ursprünglich investiertes Kapital“ und „hurdle“). Er beträgt üblicherweise komplementär zum Anteil der Investoren 20% und ist gleich wie bei den Investoren von den tatsächlichen Fondsergebnissen abhängig.

Der „carry“ bietet einen starken Anreiz für das PE Management, das Beteiligungsgeschäft mit großem Engagement und Einsatz zu betreiben, aus Sicht der Investoren verzerrt er aber auch die Beteiligungs politik in Richtung einer zu großen Risikobereitschaft, da das Management zwar an der up-side des Fonds substanziell partizipiert von einer möglichen down-side aber nicht betroffen ist. Üblicherweise ist deshalb in den Fondsverträgen eine direkte Beteiligung des PE Managements am Fonds vorgesehen, die das Management auch an der down-side beteiligt und so in die Interessengemeinschaft der Investoren eingliedert.

Wie die bisherigen Ausführungen zeigen, sind im PE Geschäft das Erwirtschaften und das Verteilen von Beteiligungserträgen nicht unabhängig von einander, sondern stehen vielmehr in enger Wechselwirkung. „Carried interest“ und Fondsbeteiligung stellen wichtige Anreizinstrumente für das Management dar, sich um die Fondsperformance zu bemühen und dazu die oben beschriebenen Performancetechniken bestmöglich einzusetzen.

Genau diese Performancetechniken sind aber wieder die Grundlage für die positiven volkswirtschaftlichen Effekte von Private Equity, die im empirischen Teil dieser Studie untersucht und belegt wurden.

- Der Einsatz von Eigenkapital und der Aufbau von Beteiligungsportfolios ermöglichen die Finanzierung wachstumsorientierter und innovativer KMUs (Finanzierungsfunktion) und
- schaffen einen starken Anreiz, die Beteiligungsunternehmen aktiv zu unterstützen und so einen Mehrwert für die Unternehmensentwicklung zu erzeugen (Mehrwertfunktion).
- Die Nutzung von Informations- und Syndizierungsnetzwerken hilft bei der Bewertung sowie der Auswahl besonders Erfolg versprechender Investitionsmöglichkeiten (Selektionsfunktion) und erleichtert darüber hinaus das Wahrnehmen der Mehrwert- und der Finanzierungsfunktion.

3.1.3 Entscheidungs- und Abwicklungsstrukturen, um Anreize zu Geltung zu bringen und Interessenkonflikte zu vermeiden

Mit dem Vergütungssystem im Rahmen der Fondspartnerschaft zwischen Investoren und PE Management sind also Anreizmechanismen implementiert, die ausschlaggebende Bedeutung für die Funktionsfähigkeit der Beteiligungsindustrie und ihre positiven volkswirtschaftlichen Effekte haben. Diese Anreizmechanismen können allerdings nur dann ihre Aufgabe richtig erfüllen, wenn sichergestellt ist, dass sie für die PE Fonds auch tatsächlich handlungsleitend sind. Das heißt, dass die PE Fonds anhand der gesetzten Anreize agieren und die Performancetechniken einsetzen können. An dieser Stelle kommen die Entscheidungs- und Abwicklungsstrukturen ins Spiel, mit denen die Objektivität und

Unabhängigkeit von Entscheidungen und ihrer Umsetzung gewährleistet und Interessenskonflikte vermieden werden sollen.

Typische Entscheidungs- und Abwicklungsstrukturen im internationalen PE Geschäft umfassen das Fondsmanagement, ein Aufsichtsorgan (meist „advisory board“), einen Investitionsbeirat („investment committee“) sowie die Investorenversammlung, deren Aufgaben und Kompetenzen genau abgegrenzt sind.

Das Management ist für den gewöhnlichen Geschäftsbetrieb verantwortlich, stützt sich dabei aber auf Gremien, die entweder nur beratende oder auch weiterführende Kontrollaufgaben übernehmen und Mitbestimmungsrechte z.B. zur Durchführung von Portfolioinvestments ausüben.

Das Aufsichtsorgan vertritt die Interessen des Fonds und wird von der Investorenversammlung bestellt. Üblicherweise setzt es sich aus externen Experten sowie Persönlichkeiten aus dem Kreise der Investoren zusammen. In die konkrete Entscheidung über eine Investition sind die Investoren international üblich nicht direkt eingebunden. Professionelle Investoren führen als Basis ihrer Investitionsentscheidung eine umfangreiche Due Diligence durch, bei der insbesondere die Fähigkeiten des Managementteams analysiert werden. Haben sich die Fondsinvestoren für eine Beteiligung an einem Fonds entschieden, dann üben sie ihre Kontrollrechte konsequent aus und überlassen die Entscheidung über Investitionen dem professionellen Fondsmanagement („blind pool investing“). Das entspricht dem klaren Prinzip der Trennung von Entscheidung und Kontrolle.

Als dritte Komponente verfügen PE Fonds meist auch über einen Investitionsbeirat, der die Verfolgung bzw. Bearbeitung von Investitionsprojekten sowie die Durchführung von Investments und De-Investments empfiehlt bzw. darüber entscheidet. Dieses Beratungs- bzw. Entscheidungsgremium besteht meist aus Vertretern des Fondsmanagements und aus externen Experten, die idealer Weise am Fonds direkt beteiligt sind und über einen „carry“ Anspruch verfügen, um einen starken Performanceanreiz zu haben und auch von der „down-side“ des Fonds betroffen zu sein (Interessenausgleich zwischen den PE Fondspartnern).

Die vierte Komponente ist die Investorenversammlung, die meist einmal im Jahr zusammentritt in außerordentlichen Fällen auf Antrag des Managements, des Aufsichtsorgans oder eines bestimmten Teils der Stimmrechte auch öfter. Sie bietet allen Investoren die Möglichkeit, die bereitgestellten Informationen über die Beteiligungsaktivitäten des Fonds im Detail zu hinterfragen und verfügt außerdem über Mitbestimmungsrechte zu außergewöhnlichen Geschäften. Dabei handelt es sich um zustimmungspflichtige Aktivitäten und Transaktionen des Managements, des Aufsichtsorgans, des Investitionsbeirates oder

einzelner Investoren, die in den Vertragsdokumenten taxativ aufgelistet werden, wie z.B. Änderungen der Investitionsstrategie, Verkauf von Fondsanteilen an Dritte oder auch Aktivitäten im Zusammenhang mit gesonderten „corporate governance“ Bestimmungen.

Maßgeblich bei diesen vier Komponenten der Entscheidungs- und Abwicklungsstruktur von PE Fonds sind:

- *Die Trennung von Entscheidung und Kontrolle zwischen PE Management und Investoren.* Sie gewährleistet, dass Entscheidungsfindung und Entscheidungsumsetzung gemäß den Anreizmechanismen des PE Fonds erfolgen und das einzelne Investoren, z.B. aufgrund besonders hoher Fondsanteile oder sonst einer dominanten Stellung innerhalb des Fonds, Entscheidungen nicht nach ihren eigenen (strategischen) Interessen beeinflussen und damit die Performanceorientierung des Fonds schwächen können.
- *Die Trennung von Entscheidungsvorbereitung und Entscheidungsfindung zwischen Management und Investitionsbeirat.* Sie vermeidet Verzerrungen in der Einschätzung von Investitions- bzw. De-Investitions-Vorhaben durch das Fondsmanagement, die sich aus dem engen Kontakt zwischen Investmentmanagern und Beteiligungsunternehmen im Zuge der Vorbereitungsphase zum Investment bzw. De-Investment ergeben können. Die Performanceanreize werden dadurch nicht negativ beeinflusst, da das „Investment Committee“ über „carry“ und Direktbeteiligung am Fonds den gleichen Anreizmechanismen unterliegt wie das Fondsmanagement.
- *Strategische Entscheidungs-, Kontroll- und Informationsrechte der Investoren.* Sie stellen sicher, dass die Investoren laufend über die Fondsentwicklung informiert und in wichtige Grundsatzentscheidungen des Fonds eingebunden werden und dann in die Entscheidungsfindung eingreifen können, wenn trotz aller Vorkehrungen grobe Anreizverzerrungen auftreten.

Sind diese Faktoren nicht erfüllt, können die Anreizmechanismen ihre Aufgabe nicht richtig erfüllen und der Einsatz der Performancetechniken kann erheblich beeinträchtigt werden. Als Folge davon wären auch die Finanzierungs-, Selektions- und Mehrwertfunktion von Private Equity betroffen und sie könnten ihre positiven volkswirtschaftlichen Wirkungen nur mehr eingeschränkt oder überhaupt nicht mehr entfalten.

3.2 Prinzipien für die Umsetzung von PE-spezifischen Maßnahmenprogrammen

Die Ausführungen zu den Performancetechniken haben gezeigt, dass die Private Equity Industrie durch „internal economies“ gekennzeichnet ist. Das heißt, die Effektivität der Performancetechniken wird durch den Aufbau und die Nutzung von Netzwerkbeziehungen zwischen Anbietern mit unterschiedlicher Spezialisierung, z.B. auf unterschiedliche Unternehmensphasen oder Technologiesegmente, deutlich gesteigert.

Für die Entwicklung der PE Industrie ist es deshalb von ausschlaggebender Bedeutung, dass sie sich in ihrer Struktur und Spezialisierung so entfalten kann, wie das ihre starke Performanceorientierung verlangt. Eingriffe der öffentlichen Hand in diese grundsätzliche Ausdifferenzierung der PE Industrie und ihres Angebots würden Performancepotentiale reduzieren und damit auch die Bereitschaft der Investoren, Mittel in PE Fonds einzuschießen, was mittelfristig wieder zu weniger PE Transaktionen und einem reduzierten Investitionsvolumen führen würde. Daraus folgt das erste Grundprinzip für die Umsetzung PE-spezifischer Politikmaßnahmen:

⇒ Rahmensetzende Maßnahmen, wie die Einrichtung von PE Fondsstrukturen, die explizite Berücksichtigung von PE als Veranlagungsklasse, Awareness- oder Infrastrukturinitiativen, sollten sich an die PE Industrie insgesamt richten und nicht einzelne Segmente wie etwa die Frühphasenfinanzierung oder bestimmte Technologiefelder adressieren, weil sonst der Aufbau stark performanceorientierter Strukturen verzerrt wird.

Rahmensetzende Maßnahmen, die sich unmittelbar auf das Ertrags-/Risiko-Profil von PE Fonds richten, und alle direkten Maßnahmen, die Verdrängungs- und Rationierungseffekte vermeiden, sind von dieser prinzipiellen Regelung ausgenommen. Sie sind in vielen Fällen zwar auch mit Struktureffekten für die PE Industrie verbunden allerdings ohne dabei Performancepotentiale zu zerstören.

- Wird das Ertrags-/Risiko-Profil adressiert, sollen entweder Erträge gesteigert oder Risiken gesenkt werden, was in beiden Fällen die Performance positiv beeinflusst, mehr an Mittel in die Industrie befördert und den Aufbau von Informations- und Syndizierungsnetzwerken forciert.
- Werden durch direkte Maßnahmen das Transaktions- und Investitionsvolumen erhöht, ohne Rationierung und crowding out zu erzeugen, bleibt die Performance ebenfalls (weitgehend) unberührt und die Möglichkeiten zur Netzwerkbildung nehmen auch in diesem Fall wieder zu.

Aber selbst wenn solche Maßnahmen nicht automatisch unter das oben formulierte Grundprinzip fallen, sind sie dennoch in Bezug auf dieses Prinzip mit großer Vorsicht zu gestalteten, da sie jedenfalls Struktureffekte erzeugen und diese durchaus auch nachteilige Wirkung haben können.

⇒ Maßnahmen, die sich unmittelbar auf das Ertrags-/Risiko-Profil von PE Fonds richten, und direkte Maßnahmen, die Verdrängungs- und Rationierungseffekte vermeiden, können auch einzelne ausgewählte Segmente der PE Industrie adressieren (z.B. Frühphasenfinanzierung, bestimmte Technologiefelder), ohne automatisch Performancepotentiale zu zerstören. Solche fokussierten Maßnahmen werden aber ebenfalls mit Struktureffekten verbunden sein, so dass sie mit großer Umsicht eingesetzt werden müssen.

Wenn die öffentliche Hand direkte Maßnahmen setzt oder Politikinstrumente nutzt, um das Ertrags-/Risiko-Profil zu beeinflussen, nimmt sie meist eine einflussreiche Stellung im Rahmen einzelner Beteiligungsprojekte oder sogar im Gesamtgeschäft von PE Fonds ein. Damit kann sie jedenfalls auch Einfluss auf die inneren Funktionsmechanismen des PE Geschäfts nehmen. Die Art und Weise wie sie sich in dieser Rolle verhält, ist aber wieder ausschlaggebend dafür, wie der Einsatz von Performanceinstrumenten, die typischen Anreizmechanismen und die Entscheidungs- und Abwicklungsstrukturen funktionieren.

⇒ Kann die öffentliche Hand aufgrund von Maßnahmen und Instrumenten, die sie einsetzt, die inneren Funktionsmechanismen des PE Geschäfts beeinflussen, sollte sie den Einsatz der Performancetechniken nicht einschränken oder verzerrn, die Anreizmechanismen nicht aufweichen oder ihre Performanceorientierung abschwächen und auch die Entscheidungs- und Abwicklungsstrukturen nicht mit Elementen versehen, die das Verfolgen der Anreize erschweren.

Natürlich ist dieses Grundprinzip nur gültig, wenn Maßnahmen zur Weiterentwicklung der PE Industrie gesetzt werden. Adressiert die öffentliche Hand z.B. Technologiefelder, die keine oder nur kaum private Investitionstätigkeit anziehen, agiert sie komplementär zur PE Industrie und muss bei der Umsetzung ihrer Maßnahmen sogar von privaten Allokationskalkülen abweichen.

Gerade für eine junge noch nicht vollständig entwickelte PE Industrie, kann der öffentlichen Hand sogar eine wichtige Rolle bei der Entwicklung und Etablierung der inneren Funktionsmechanismen zufallen. Ist z.B. das Fundraising der Beteiligungskapitalgeber aufgrund gewachsener Strukturen durch eine bestimmte Gruppe von Investoren (z.B. Banken) dominiert, werden diese dazu neigen, die ihnen bekannten Entscheidungs- und

Abwicklungsstrukturen auf die Private Equity Industrie zu übertragen, was mit spürbaren Entwicklungsnachteilen für das Beteiligungskapitalgeschäft verbunden sein kann. Aber selbst wenn die PE Industrie bereits gut entwickelt und etabliert ist, bleiben aktive Gestaltungsspielräume für die öffentliche Hand, wie etwa das Vereinheitlichen bestimmter Prozesse (z.B. Reporting und Bewertung gegenüber den Fondsinvestoren), um die Vergleichbarkeit und Transparenz der Industrie zu erhöhen und damit das Investieren in PE Fonds zu erleichtern.¹

⇒ Die öffentliche Hand ist nicht nur aufgerufen, die internen Funktionsmechanismen der PE Industrie nicht zu konterkarieren. Sie kann in Bezug zu diesen Mechanismen auch eine aktive Rolle einnehmen und eine junge noch nicht voll entwickelte Industrie dabei unterstützen, effektive Funktionsmechanismen auszubilden, oder für einen bereits etablierten Beteiligungskapitalmarkt Standardisierungsprozesse koordinieren und beschleunigen, um so die Markttransparenz zu erhöhen und das Beteiligungsgeschäft zu beleben.

4 Maßnahmenvorschläge, um die Entwicklung von PE/VC in Österreich zu forcieren

In vielen europäischen Ländern und auf gesamteuropäischer Ebene werden nachhaltige Anstrengungen unternommen die Entwicklung von Beteiligungskapitalmärkten zu forcieren, um die positiven volkswirtschaftlichen Effekte von Private Equity aktiv zu nutzen. Für Österreich, das im europäischen Vergleich ein spürbares Aufholpotential bei den PE Investitionen zeigt, besteht sogar ein besonderer Bedarf, Maßnahmen zu ergreifen, um die Investitionsvolumina zu erhöhen und so kräftige Entwicklungsimpulse für den heimischen Beteiligungskapitalmarkt zu erzeugen.

Die bisherigen Ausführungen haben gezeigt, welchen allgemeinen Prinzipien die öffentliche Hand beim Entwurf, der Ausgestaltung und Umsetzung von PE-spezifischen Maßnahmen folgen sollte, um entsprechende Wirkungen mit einer möglichst hohen Effektivität zu erzielen. Allerdings sind diese Grundprinzipien allgemeiner Natur und verweisen immer wieder darauf, dass konkrete Initiativen der öffentlichen Hand auf die jeweilige Marktsituation und die bestehenden Umfeldbedingungen anzupassen sind.

Im nun Folgenden werden daher die weiter oben definierten Grundprinzipien für das Politikdesign als Leitfaden benutzt, um die spezifisch österreichische Situation, ihre

¹⁾ Vgl. dazu Bernegger, Jud, Krahwinkler 2005A.

Entwicklungschancen und -probleme darzustellen und darauf aufbauend konkrete Maßnahmenvorschläge zu formulieren oder aber auch klarzustellen, dass aufgrund der gegebenen Situation kein Handlungsbedarf oder nur wenig Handlungsspielraum für die öffentliche Hand besteht. Die Grundprinzipien für die Politikumsetzung werden unmittelbar auf die jeweils formulierten Maßnahmenvorschläge angewandt.

4.1 Rahmensexzende Maßnahmen – Fondsstrukturen

In einer Studie der European Private Equity and Venture Capital Association – EVCA (2004) zu den steuerlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen für das PE Geschäft in 21 europäischen Ländern reiht die EVCA Österreich an die drittletzte Stelle. Neben rechtlichen und steuerlichen Bestimmungen zu Unternehmen und Unternehmensgründungen, sind die in Österreich bestehenden Fondsstrukturen ein Hauptgrund dafür. Zum gleichen Schluss kommen auch ein Expertengremium, das im Rahmen der Plattform Innovation des BMWA innovationspolitische Strategien für Österreich erarbeitet hat (vgl. JOANNEUM RESEARCH 2005, S. A17f und E7ff), sowie der Rat für Forschung- und Technologieentwicklung in seiner Empfehlung zur Gründungs- und Wachstumsfinanzierung (vgl. RTF 2005, S. 4f). Ganz ähnliche Befunde liefert auch das kürzlich erschienene Weißbuch: Mehr Beschäftigung durch Wachstum auf Basis von Innovation und Qualifikation (vgl. WIFO 2006, S. 65).

Die dominierende Rechtsstruktur für österreichische Beteiligungsfonds ist die so genannte Mittelstandfinanzierungsgesellschaft - MFG, eine Sonderkonstruktion des Körperschaftssteuergesetzes (gemäß § 5 Abs. 14 und § 6b KStG), die steuereffiziente Eigenmittelinvestitionen ermöglicht. Das heißt, eine Doppelbesteuerung beim Beteiligungsfonds und beim Investor wird vermieden.

Die Sonderbestimmungen zur MFG, die im Zuge der Steuerreform 1994 eingeführt wurden, haben eigentlich erst die Voraussetzungen für die Entwicklung einer eigenständigen österreichischen Eigenkapitalindustrie geschaffen. Dennoch bilden sie für das Beteiligungsgeschäft ein viel zu enges Korsett, was zu einer ganzen Reihe von Schwierigkeiten und Hemmnissen führt:

- MFGs müssen in der Rechtsform einer AG eingerichtet werden, so dass sie auch den üblichen aktienrechtlichen Bestimmungen unterliegen, die wiederum in Konflikt mit den typischen Entscheidungs- und Abwicklungsstrukturen des PE Geschäfts treten können. So ist zum Beispiel der Aufsichtsrat ein Gremium mit aktienrechtlich festgelegten Aufgaben und Verantwortlichkeiten, das eine klare Trennung von Entscheidungs- und

Kontrollrechten behindern und damit Investoren abschrecken kann². Verschlimmert wird die Situation dadurch, dass MFGs durch Kreditinstitute gegründet werden müssen, so dass bestimmten Investorengruppen von vornherein eine dominierende Stellung eingeräumt wird. Das Prinzip der Kapitalerhaltung, durch das Aktiengesellschaften gekennzeichnet sind, stellt darüber hinaus ein Problem für das im PE Geschäft übliche „Capital call und return on Exit - Konzept“ dar, bei dem die Mittel der Investoren erst bei Bedarf in den Fonds eingeschossen und sofort nach einem Exit wieder an die Investoren zurückgeführt werden.

- MFGs sind bezüglich ihrer Investitionspolitik erheblich eingeschränkt. Sie dürfen nur bis zu 49% der Geschäftsanteile eines Unternehmens erwerben, müssen schwerpunktmäßig in Österreich investieren, dürfen in bestimmte Branchen (wie z.B. Energieversorgungsunternehmen, Finanzdienstleister) nicht investieren und sind bezüglich den zu verwendenden Finanzierungsinstrumenten sowie dem „timing“ von Beteiligungsgeschäften eingeschränkt. Das kann den Einsatz der Performancetechniken erheblich beeinträchtigen und auf diese Weise bestehende Performancepotentiale reduzieren sowie verzerrend auf die Ausformung der Industriestruktur wirken.

Diese Designmerkmale der MFG Konstruktion widersprechen in ganz erheblichem Umfang den oben dargestellten Umsetzungsprinzipien für PE-spezifische Maßnahmen. Ein Konflikt besteht aber nicht nur mit den inneren Funktionsmechanismen des PE Geschäfts. Die Europäische Kommission ist der Ansicht, dass die MFG dem EU Beihilfenrecht widerspricht und drängt daher auf ihre Abschaffung, wobei diese auch bereits für 2007 zu erwarten ist.

Vor diesem Hintergrund ist es für die weitere Entwicklung des Beteiligungskapitalmarktes in Österreich von großer Bedeutung, rasch alternative PE Fondsstrukturen einzurichten. Dazu sollten die folgenden steuerlichen und rechtlichen Maßnahmen gesetzt werden:

- *Schaffen von PE Fondsstrukturen im Rahmen eines eigenständigen Gesetzes, basierend auf der international üblichen Rechtsform der Kommanditgesellschaft (limited partnership).* Die gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen für Personengesellschaften bieten wesentlich mehr Flexibilitätsspielräume als für Aktiengesellschaften. Dadurch lassen sich auch die inneren Funktionsmechanismen des PE Geschäfts einfacher und zu geringeren administrativen Kosten abbilden. Die KG schafft als eine Sonderform im

²⁾ So sieht beispielsweise § 95 Abs. 5 AktG vor, dass „Erwerb und Veräußerung von Beteiligungen und von Unternehmen“ vom Aufsichtsrat genehmigt werden muss. Das würde aber dem Prinzip der Trennung von Kontrolle und Entscheidung bei PE Fonds widersprechen und könnte Interessenskonflikte zwischen Investoren mit sich bringen.

Rahmen der Personengesellschaften außerdem die Möglichkeit, die Haftung der Investoren auf ihre Einlagen in den Fonds zu beschränken und damit Investitionssicherheit zu bieten. Darüber hinaus werden KG basierte Fondsstrukturen international gut verstanden, da sie eine Art Standard des PE Geschäfts bilden. Das Einwerben internationaler Investoren in österreichische Fonds wird dadurch erleichtert.

- *Anerkennen der neuen Fondsstruktur als spezifische Form der Vermögensverwaltung, um für ausländische Investoren unangenehme Steuernachteile (Besteuerung als gewerbliche Betriebstätte) zu vermeiden.* Personengesellschaften sind aus steuerlicher Sicht immer transparent. Das heißt, die steuerpflichtigen Erträge aus der Tätigkeit der KG werden nicht dieser, sondern unmittelbar ihren Gesellschaftern gemäß ihrer Gesellschaftsanteile zugerechnet. Wenn eine KG allerdings eine gewerbliche Geschäftstätigkeit betreibt, erzeugt das für ihre Gesellschafter zumindest im steuerlichen Sinn eine Betriebsstätte vor Ort, so dass die Investoren auch in Österreich ihre Steuern entrichten müssten, ohne tatsächlich ein betriebliches Interesse in Österreich zu haben. Für vermögensverwaltende KGs gilt das nicht und die Investoren sind auch mit den Erträgen aus ihren österreichischen PE Fondsengagements in ihr gewohntes Steuerumfeld eingebunden.
- *Keine Einschränkungen des Beteiligungsgeschäfts durch rechtliche Bestimmungen zu Inlands- und Auslandsinvestments, Investments in bestimmte Branchen, zur Deckelung der Beteiligungshöhe, zur Annexfinanzierung etc.* Mit dem Verzicht auf solche Bestimmungen, können die Performancetechniken, im Gegensatz zur bisherigen MFG Lösung, eingesetzt werden, um bestehende Performancepotentiale voll auszuschöpfen. Verzerrungen werden vermieden und die inneren Funktionsmechanismen des PE Geschäfts bleiben unberührt.
- *Verzicht aufaufsichtsrechtliche Bestimmungen nach dem Wertpapieraufsichts- (WAG) und dem Bankwesengesetz (BWG), für PE Fonds, die vor allem institutionelle Investoren ansprechen.* Da diese Bestimmungen nach WAG und BWG vor allem dem Schutz von Kleinanlegern dienen und das BWG insgesamt auf die Geschäftstätigkeit von Kreditinstituten zugeschnitten ist, sind beide Regulierungskonzepte für das PE Segment ungeeignet. PE adressiert Investoren, die oft viele Milliarden an Vermögen verwalten, hoch professionell sind und daher auch über gänzlich andere Bedürfnisse verfügen als private Kleinanleger. PE ist darüber hinaus auch kein Kreditgeschäft³. Erstens wird

³⁾) Kredit- oder Bankgeschäft ist „down-side hedging“ – die Kreditvergabe stellt auf Sicherheiten und Bonität ab. PE ist „up-side management“ – Beteiligungskapital erfordert Wachstum und das damit verbundene unternehmerische Risiko.

Eigen- und nicht Fremdkapital an Unternehmen vergeben, was gänzlich andere Geschäftsprozesse erfordert und mit völlig anderen Risiken verbunden ist. Zweitens wird Geld verwaltet, das von den Investoren unmittelbar für das PE Geschäft und die spezifische Investitionsstrategie des jeweiligen Fonds bereitgestellt wurde und nicht wie bei Banken Mittel, die zu bestimmten Konditionen (z.B. bestimmten Sparzinsen) eingeworben wurden, ohne dass der Anleger in irgendeiner Form auf die Mittelverwendung Einfluss nehmen konnte (Trennung von Mittelherkunft und Mittelverwendung).

- *Umsatzsteuerbefreiung der Leistungen der PE Managementgesellschaften an die Fonds.* Das PE Management ist üblicherweise in einer eigenständigen Managementgesellschaft institutionalisiert, die ihre Leistungen gegenüber dem Fonds aufgrund eines Managementvertrages erbringt. Diese organisatorische Trennung ist international üblich, um die Geschäftsprozesse zwischen Fonds und Management so transparent wie möglich zu machen und dem Managementteam eine eigenständige (Marken-)Identität zu verleihen. Da das Beteiligungsgeschäft unecht umsatzsteuerbefreit ist und daher Fonds keine Umsatzsteuer verrechnen aber eben auch nicht als Vorsteuer abziehen dürfen, können sie auch die Umsatzsteuer auf die „management fee“ nicht geltend machen. Das verteuert die Leistungen des Fondsmanagements um 20%, nur weil das Management organisatorisch vom Fonds getrennt ist. Für Immobilienfonds, Kapitalanlagegesellschaften etc. wurde aus dem gleichen Grund in § 6 Abs 1 Zl 8 lit. i UStG eine Befreiung für das Management ausgesprochen. Diese Ausnahme kann in gleicher Weise auch auf das PE Geschäft übertragen werden.
- *Körperschaftssteuerbefreiung der PE Investoren.* Da die neue Fondsstruktur auf der Rechtsform einer KG basiert, ist sie steuertransparent und steuerbare Erträge werden direkt den Investoren zugerechnet, so dass eine Steuerbefreiung auch bei diesen anfallen muss. Gerechtfertigt ist eine solche Befreiung, weil erst durch sie eine strikte Einfachbesteuerung sichergestellt wird. In einer Beteiligungskette von Unternehmen an Unternehmen fallen Steuern dort an, wo Erträge erwirtschaftet werden. Schüttet die bereits besteuerte Tochter dann Dividenden an die Mutter aus, sind diese steuerneutral gestellt, um Doppelbesteuerung zu vermeiden. PE Geber sind aber üblicherweise nicht an Beteiligerträgen bzw. Dividenden interessiert. Diese bleiben im Unternehmen natürlich nach Abzug der Steuern, um die zukünftigen Wachstumsmöglichkeiten zu verbessern und eine Unternehmenswertsteigerung zu gewährleisten. Wenn die Beteiligungen allerdings veräußert werden, fallen wieder Steuern auf die Veräußerungserlöse an und das zum zweiten Mal. Genau deshalb ist eine Befreiung der

Beteiligungsveräußerungserlöse notwendig, damit österreichische Beteiligungsgeber den PE Anbietern in Belgien, Luxemburg, den Niederlanden, Deutschland etc. überhaupt erst gleichgestellt werden, wo Beteiligungsveräußerungserlöse steuerneutral gestellt sind. Steuerausfälle für das Bundesbudget sind daraus nicht zu erwarten, da das seit 1994 bestehende MFG Konzept über wesentlich umfassendere Steuerausnahmen verfügt.

Wenn eine Fondsstruktur nach den eben beschriebenen Kriterien rasch umgesetzt wird, verfügt Österreich über ein neues, modernes Investitionsvehikel nach internationaler „good practice“ und hat gemäß den Grundprinzipien für das Design PE-spezifischer Maßnahmen wesentliche Voraussetzungen für die weitere Entwicklung von PE in Österreich vollständig oder zumindest fast vollständig erfüllt. Denn neben einer neuen Fondsstruktur, sind bei Abschaffung des derzeit vorherrschenden MFG Konzepts im Einvernehmen mit der EK auch verträgliche Übergangsfristen für bestehende MFGs sicherzustellen. Diese Übergangsfristen sind dabei unbedingt an die üblichen PE Fondslaufzeiten (10 + 2 Jahre) anzupassen, um nicht in bestehende Verträge zwischen Investoren und Management einzutreten und dabei möglicherweise laufende Fondspartnerschaften zu beeinträchtigen oder gar zu sprengen.

Die Bedingungen und Spielregeln, zu denen Investoren ihre Fondsengagements eingehen, sind detailgenau in den Vertragsdokumenten zu jedem Fondsprojekt festgehalten. Dazu zählen insbesondere auch alle rechtlichen und steuerlichen Bestimmungen zu der gewählten Fondsstruktur. Eine Änderung der Rechtsgrundlage für ein Fondsprojekt, die die geplante Investitionsstrategie wie z.B. die Zeiträume für das Eingehen, Entwickeln und Veräußern von Beteiligungen und damit auch die geplante Veranlagungsperformance betrifft, ist ein wesentlicher Eingriff in die Grundlagen der Fondspartnerschaft und damit auch ein Anlass, diese vorzeitig zu beenden. Übergangsfristen, die die vertraglich vereinbarten Fondslaufzeiten nicht berücksichtigen, könnten damit schweren Schaden für die österreichische Beteiligungskapitalindustrie anrichten. Da mehr als 80% der gesamten österreichischen Beteiligungskapitalindustrie die Rechtsgrundlagen des MFG Konzepts nutzen, könnte im Extremfall die Abschaffung der MFG Regelung der Abschaffung der österreichischen Beteiligungsindustrie nahe kommen.

4.2 Rahmensetzende Maßnahmen in Ergänzung zu den Fondsstrukturen

Fondsstrukturen bilden die Grundlage für das PE Geschäft, so dass unter den gegenwärtigen Bedingungen eine rasche Umsetzung neuer Fondsstrukturen für die österreichische Beteiligungsindustrie von essentieller Bedeutung ist. Gleichzeitig schaffen sie aber auch nur ein Potential für die weitere Entwicklung des PE Marktes. Um dieses auch wirklich ausschöpfen zu können, sind jedenfalls ergänzende rahmensetzende Maßnahmen

notwendig, die gemäß den Grundprinzipien für das Design von PE-spezifischen Politikmaßnahmen folgende Bereiche umfassen:

- Verbesserter Zugang zu PE durch Berücksichtigung in den Veranlagungsbestimmungen institutioneller Investoren
- Awareness- und Infrastrukturmaßnahmen, um Investments in PE zu erleichtern
- Einsatz von Instrumenten, die das Ertrags-/Risiko-Profil von PE Investments adressieren, ohne Verzerrungseffekte zu erzeugen
- Vermeiden von Instrumenten, die eigenkapitalersetzende Wirkung haben
- Verbesserung der Umfeldbedingungen für Unternehmen und unternehmerische Initiative generell

4.2.1 Verbesserter Zugang von institutionellen Investoren in PE

Neue Fondsstrukturen bieten die Möglichkeit, Kapital auf effiziente Weise zu poolen, ohne steuerliche Nachteile und Performanceverluste in Unternehmen zu investieren und nach Beteiligungsveräußerungen wieder rasch an Investoren zurückzuführen. Damit dieser Kreislauf in Gang gesetzt werden kann, müssen die neuen Strukturen aber auch für institutionelle Investoren zugänglich sein.

Dieses Grunderfordernis tritt immer wieder in Konflikt mit den in Österreich geltenden Veranlagungsbestimmungen für institutionelle Investoren in PE Fonds wie z.B. Versicherungen oder Investmentfonds. Administrative Hürden ergeben sich vor allem daraus, dass die Veranlagungsbestimmungen stark auf börsennotierte Wertpapiere abstellen, was sich zum einen aus der historisch gewachsenen Veranlagungspolitik institutioneller Investoren und ihrer Regulierung ergibt zum anderen aus den Eigenschaften notierter Wertpapiere, die Fungibilität verbunden mit hoher Liquidität und einer laufenden Bewertungsmöglichkeit bieten.

PE ist eine zumindest für Österreich neue „asset class“, die in historisch gewachsene Strukturen noch nicht eingebettet ist. Darüber hinaus ist sie im Gegensatz zu notierten Titeln durch ein höheres Maß an Bindung gekennzeichnet und bietet nur eingeschränkte Möglichkeiten zu einer laufenden Bewertung. Wie langjährige Erfahrungen aus anderen Ländern zeigen, ergeben sich daraus allerdings keinerlei sachlich fundierte Probleme für Veranlagungen im Ausmaß von 10% oder mehr des veranlagbaren Vermögens einzelner institutioneller Investoren (vgl. z.B. Grabenwarter, Weidig 2005, S. 34). Beispielgebend ist diesbezüglich auch die kürzlich durchgeführte Novelle des Pensionskassengesetzes, mit der die Fokussierung auf notierte Titel zwar nicht gänzlich aufgegeben, enge

Veranlagungsgrenzen aber durch ein „prudent person“ Prinzip ersetzt wurden, wonach der Veranlager nur mehr einem „allgemeinen Vorsichtsprinzip“ zu folgen hat (vgl. § 25 PKG).

Will man in Österreich die Entwicklung des PE Marktes forcieren, wird man im Geiste der Novelle zum Pensionskassengesetz fortfahren müssen und auch die bestehenden administrativen Hemmnisse in den Veranlagungsbestimmungen für Versicherungen, Investmentfonds, Betriebliche Mitarbeitervorsorgekassen und Investments im Rahmen der Zukunftsvorsorge beseitigen müssen. Zielführend wäre es dabei, aufbauend auf die neuen gesetzlichen Bestimmungen zu den Fondsstrukturen, PE als gesonderte Veranlagungsklasse in die relevanten Veranlagungsvorschriften aufzunehmen und dabei Veranlagungsgrenzen von nicht weniger als 10% bis 15% vorzusehen.

Aus Sicht der PE Industrie werden auch die derzeit laufenden Arbeiten am Bankwesengesetz zur Implementierung der neuen Basler Eigenkapitalvorschriften für Banken (Basel II) zu einer spürbaren Erschwernis für das Aufbringen frischer Fondsmittel führen. Derzeit ist im Rahmen des Kreditrisiko-Standardansatzes für PE Investments eine 150% Gewichtung des bisherigen Eigenmittelerfordernisses von 8% vorgesehen. Das heißt, dass für PE Investments, für die bisher eine Eigenmittelhaltung von 8% der Investitionssumme erforderlich war, nun um 50% mehr an Eigenmittel gehalten werden müssen, was die Opportunitätskosten von PE Investments durch Bank ebenfalls um 50% erhöht. Bei unveränderter Performanceerwartung aus den PE Fonds wird damit auch die Rentabilität der Fondseingagements aus Sicht der Banken beträchtlich reduziert, was in der Folge auch deren Investitionsbereitschaft entsprechend abkühlen wird. Da die österreichischen Banken im internationalen Vergleich einen besonders hohen Anteil an den PE Investitionen aufweisen, würde die PE Industrie Österreichs auch besonders hart von einer solchen Regelung getroffen.

Genau aus diesem Grund hält der parlamentarische Finanzausschuss in seinem Bericht vom Juli 2006 zur entsprechenden Regierungsvorlage auch fest: „Es wäre volkswirtschaftlich nachteilig, wenn man solche (Private Equity) Beteiligungen dennoch als hoch riskant einstufen und damit für die betroffenen Unternehmen die Hereinnahme von Kreditinstituten als Eigenkapitalgeber verteuern würde“ (vgl. dazu Parlamentarischer Finanzausschuss 2006, S. 9f).

Soll die weitere Entwicklung des Beteiligungsmarktes in Österreich forciert und nicht abgebremst werden, sollte man sich überlegen, wie hoch die Gewichtung tatsächlich anzusetzen ist. Dabei sollte jedenfalls berücksichtigt werden, dass die Performancetechniken des PE Geschäfts darauf gerichtet sind die Risiken der Fondsinvestoren zu reduzieren und

diese über ihr Portfolio verschiedener PE Fondsinvestments noch einmal einen Streuungseffekt („risk spreading“) realisieren und so ihre Investitionsrisiken zusätzlich reduzieren können.

4.2.2 Awareness- und Infrastrukturmaßnahmen

Gerade für die in Österreich noch junge „asset class“ Private Equity ist es sinnvoll, nicht nur administrative Hindernisse zu beseitigen und einen guten Zugang zu Fondsinvestments zu schaffen, sondern darüber hinaus auch flankierende weiche Maßnahmen zu setzen, um sicherstellen, dass Fondsinvestoren mit wenig Erfahrung beim Investieren in die „asset class“ mit dem nötigen Know-how ausgestattet werden und auf eine entwickelt Infrastruktur (z.B. Reporting- und Bewertungsstandards) für Investments zugreifen können. Solche Maßnahmen sind deshalb wichtig, weil bereits bei den ersten „Veranlagungsexperimenten“ erhebliche Geldmittel im Spiel sind und Lernerfahrungen aufgrund der 8-10 jährigen Dauer von Fondsengagements auch viel Zeit benötigen. Darüber lassen sich sowohl gute als auch schlechte Erfahrungen mit einzelnen Fondsmanagementteams erst nach Jahren wieder als Information oder als Sanktion in den Markt zurückspießen, indem man z.B. auf Investments in neu aufgelegte Fonds verzichtet.

Allerdings kann man nicht davon ausgehen, dass allein stehende Ausbildungs-, Awareness- oder Infrastrukturmaßnahmen, die von der öffentlichen Hand getragen werden, großen Zuspruch von potentiellen Investoren bekommen. Vielmehr ist zu erwarten, dass ein entsprechendes Interesse eng an aktive Investitionsprojekte gebunden sein wird, so dass flankierende Maßnahmen unbedingt in Kombination mit anderen Impulsinitiativen gesetzt werden sollten, wie etwa einem Fund of Fund Programm oder Programmen, die auf das Ertrags-/Risiko-Profil von PE wirken.

Als Bestandteil solcher Initiativen sollten Awareness- und Infrastrukturmaßnahmen bei Investoren verstärkt Erfahrungs- und Know-how Effekte erzielen und für das Investieren in PE ein hohes Maß an Qualität und Transparenz sicherstellen sowie internationale „good practice“ bei der Aufbau- und Ablauforganisation von PE Fonds gewährleisten. Ziel sollte es mittel- bis langfristig sein, zur Entstehung einer „reifen“ Investoren-Community beizutragen, die sich auf eine entwickelte Infrastruktur für das PE Investing stützen kann. Folgende Maßnahmen werden dazu vorgeschlagen:

- *Zielorientierte Beratung zum PE Investing durch nationale und internationale Experten:* In Kooperation mit weiteren Kompetenzträgern im PE Bereich (z.B. AVCO und/oder EVCA) könnte ein Beratungsprogramm für österreichische Investoren entwickelt werden, mit dem Ziel, eine auf die Bedürfnisse jedes teilnehmenden Investors zugeschnittene mittel-

bis langfristige PE Investitionsstrategie zu erarbeiten. Das Beratungsprogramm richtet sich ausschließlich an PE-verantwortliche Entscheidungsträger beim jeweiligen Investor.

- *AVCO Investor Relations Richtlinien verbindlich machen:* Die AVCO-IR wurden auf Basis internationaler Praxis entwickelt und regeln die Beziehungen (insbesondere auch die vertraglichen Beziehungen) zwischen PE Investoren und dem Fondsmanagement sowie die damit verbundenen Rechte, Pflichten und Gestaltungsmöglichkeiten. Sie sollten als verbindlicher Bestandteil in die jeweils verbundenen Programme (Fund of Fund oder Ertrags-/Risiko-orientierte Programme) aufgenommen werden.
- *EVCA Reporting- und Bewertungsstandards verbindlich machen:* Die European Private Equity and Venture Capital Association hat internationale Standards entwickelt und während der vergangenen Monate veröffentlicht, die die Bewertung von Beteiligungsunternehmen und -fonds sowie das Fondsreporting an die Investoren regeln. Sie sollten als zwingender Bestandteil in die jeweils verbundenen Programme (Fund of Fund oder Ertrags-/Risiko-orientierte Programme) aufgenommen werden.
- *Geeignete Anreizmechanismen sowie Entscheidungs- und Abwicklungsstrukturen für PE Fonds sicherstellen:* Gerade auf dem jungen österreichischen Beteiligungsmarkt, sind die inneren Funktionsmechanismen noch nicht voll entwickelt. Im Rahmen der jeweils verbundenen Programme sollte daher, genauso wie das etwa vom EIF im Rahmen seiner Fund of Fund Investments bereits laufend praktiziert wird, die Umsetzung international üblicher Anreizmechanismen und Entscheidungs- und Abwicklungsstrukturen forciert werden, wie sie in Kap. 3.1, S. 69ff ausführlich beschrieben wurden.

4.2.3 Instrumente, die auf das Ertrags-/Risiko-Profil von PE wirken

Ein gutes Beispiel für eine Initiative, die auf das Ertrags-/Risikoprofil von PE wirkt, ist das Kapitalgarantienprogramm der AWS, das die Ertrags-/Risiko-Relation von PE Investoren verbessert, indem es mit Hilfe von Garantien bei prinzipiell unveränderten Ertragserwartungen das Verlustrisiko von Fondsinvestments reduziert. Das Programm ist im Grunde einfach konzipiert: Kapitalgarantien können von Fondsinvestoren zu einem bestimmten Preis („option price“) von der AWS erworben werden, wenn die AWS den PE Fonds, für den Investitionen geplant sind, als geeignet erachtet und mit diesem im Vorfeld eine Rahmenvereinbarung abgeschlossen hat. Die Garantie selbst ist als „European put option“ ausgestaltet, so dass sie an einem bestimmten im Voraus definierten „strike date“

zu einem ebenfalls ex ante festgelegten „strike price“⁴ unabhängig vom Eintreten anderer Ereignisse von den Investoren ausgeübt werden kann. Der „strike price“ entspricht dabei einer bestimmten Quote (z.B. 50%), zu der die ursprüngliche Fondsinvestition eines Investors von der AWS garantiert wurde.

Da die Kapitalgarantien bei unveränderten Ertragserwartungen das Verlustrisiko von Fondsinvestments reduzieren, erhöhen sie die Performanceerwartungen. Dadurch fließt mehr Kapital in den Beteiligungsmarkt und so kommen auch Unternehmen in den Genuss einer PE Finanzierung, deren Ertrags-/Risiko-Profil bisher für eine Beteiligung nicht interessant war. Die Nachfragekurve verschiebt sich nach rechts oben⁵, ohne dabei Rationierungseffekte auszulösen, weil ja die Zahl der durch Beteiligungskapital adressierten Unternehmen gestiegen ist. Werden Kapitalgarantien an einen Großteil der PE Industrie vergeben, entfalten sie gleichzeitig auch angebotsseitige Wirkung für den gesamten Beteiligungskapitalmarkt. Unabhängig von den einzelnen Investments, senken sie die Kapitalrisiken der ganzen „asset class“ und bringen Investoren, die ihre Veranlagungsentscheidung auf Basis von Ertrags-/Risiko-Profilen unterschiedlicher „asset classes“ planen, dazu, bei gegebenen Performanceerwartung mehr Mittel in PE Fonds einzuschießen.

Da die AWS tatsächlich Rahmenverträge zu Kapitalgarantien mit der überwiegenden Zahl österreichischer PE Fonds abgeschlossen hat, kommt ihr eine zentrale Stellung als Impulsgeber für den österreichischen Beteiligungskapitalmarkt zu, woraus sich wieder ausgezeichnete Anknüpfungspunkte für die weiter oben beschriebenen flankierenden Maßnahmen ergeben.

Insgesamt verfügt Österreich mit den AWS Kapitalgarantien über ein etabliertes Instrument zur Stimulierung des Beteiligungskapitalmarktes, das darüber hinaus auch Potentiale zur Erweiterung bietet. Allerdings werden derzeit keine neuen Kapitalgarantien vergeben, auch wenn das Programm bisher nicht gänzlich stillgelegt wurde. Da das Konzept der Kapitalgarantien aus wirtschaftspolitischer Sicht aber über sehr gute Design- und Wirkungskomponenten verfügt,

⁴⁾ Der „strike price“ ist der Preis, zu dem ein garantierter Investor sein Fondsengagement an die AWS verkaufen kann.

⁵⁾ Strikt betrachtet, führt eine Reduktion des Risikos zu angebots- und nachfrageseitigen Effekten. Nachfrageseitige Effekte ergeben sich, wenn die Risikoreduktion die erwartete Performance erhöht (z.B. durch Beschränkung des down-side Risikos). Angebotsseitige Effekte ergeben sich, wenn die Streuung um die erwartete Performance sowohl auf der up-side als auch auf der down-side reduziert wird.

- es erzeugt Entwicklungsimpulse für die privatwirtschaftliche Investitionsaktivität,
- es ist kaum mit Nebenwirkungen, wie crowding out oder Rationierung, verbunden,
- typische Garantieproblem wie „moral hazard“ können vermieden werden⁶,
- Mitnahmeeffekte können durch ein geeignetes „option pricing“ der Garantien weitgehend ausgeschaltet werden,
- es kombiniert angebots- und nachfrageseitige Komponenten mit einander,
- es bietet gute Möglichkeiten für flankierende Awareness- und Infrastrukturmaßnahmen,

wird hier auch empfohlen, die Vergabe von Kapitalgarantien wieder aufzunehmen und das Programm neu zu beleben. Auch sollte der Neustart möglichst zügig erfolgen. Ein etabliertes Programm, das im Prinzip zur Verfügung steht aber nicht aktiv betrieben wird, kann bei den Investoren eine abwartende Haltung erzeugen, so dass aktuelle Fondsprojekte verzögert oder gänzlich gestoppt würden.

4.2.4 Vermeiden von Instrumenten mit eigenkapitalersetzender Wirkung

Die österreichische Förderlandschaft ist ungemein diversifiziert und reichhaltig und verfügt neben der nationalen auch über eine eigenständig ausgestaltete regionale Ebene. Die überwiegende Mehrheit der existierenden Programme und Maßnahmen ist über die vergangenen Jahrzehnte historisch gewachsen und weist in ihrem Design überhaupt keinen Bezug zum österreichischen PE Markt auf. Bestehende Förderinitiativen werden aber in der Regel so konzipiert sein, dass sie bestimmte Marktversagenskomponenten adressieren. Da Beteiligungskapital ein für Österreich noch junges Finanzierungsinstrument darstellt, das Marktversagenskomponenten des traditionellen Finanzierungssystems bereinigt (vgl. Teil 1 Kap. 1, S. 11 und Kap. 3, S. 15ff), ist auch davon auszugehen, dass es mit einem historisch gewachsenen Fördersystem, welches zumindest teilweise auf eben solche Versagenskomponenten hin konzipiert wurde, zu Konflikten kommt und Verdrängungswirkungen entstehen werden. Natürlich gilt das im besonderen Maße für eigenkapitalähnlich ausgestaltete Instrumente⁷. Solche Verdrängungswirkungen, die sich in einer Reduktion der Nachfrage nach PE ausdrücken werden, reduzieren aber nicht nur das Volumen an Beteiligungskapitalinvestitionen, sondern auch den damit verbundenen

⁶⁾ Moral Hazard entsteht durch asymmetrische Information und Anreizverzerrungen zwischen Garantiegeber und -nehmer. Treffen die AWS und die Fondsinvestoren zur gleichen Zeit und mit gleichen Informationen ihre Investitionsentscheidung und haben die Investoren, wie international üblich (vgl. Kap. 3.1.3, S. 74) während der Fondslaufzeit keinen Einfluss auf das operative Beteiligungsgeschäft, dann kann auch kein „moral hazard“ entstehen (zum Entscheidungszeitpunkt keine asymmetrische Information, danach keine Anreizverzerrungen).

⁷⁾ Darunter fallen jedenfalls alle Instrumente, die mit verlorenen Zuschüssen, mit Beteiligungskapital oder mit beteiligungskapitalähnlichen Finanzierungen, wie etwa mit Mezzaninkapital, arbeiten.

Mehrwert für die Unternehmensentwicklung. Wo und auf welche Weise Verdrängungs- und Substitutionseffekte tatsächlich auftreten, ist vor dem Hintergrund der vielschichtigen österreichischen Förderlandschaft kaum überschaubar und kann hier auch nicht näher ausgeführt werden. Auf zwei Systemeffekte, die gerade für die spezifisch österreichische Situation von Bedeutung sind, wird aber doch hingewiesen:

- Unternehmen, die auf öffentliche Mittel zu geförderten und damit günstigen Konditionen zugreifen können, haben keinen Anlass, ihre Geschäftsmodelle auf rasches Wachstum hin zu orientieren, wie es durch PE Finanzierung gefordert wird. Im Gegenteil, öffentliche Förderprogramme stellen nur selten Mittel in einem Umfang bereit, der ein solch rasches Unternehmenswachstum überhaupt ermöglichen würde. Als Folge der Substitution privater Mittel kann sich damit auch eine deutlich langsamere Entwicklung der substituierenden Unternehmen ergeben. Von besonderer Bedeutung ist dieser Effekt auf noch schwach entwickelten PE Märkten, auf denen Unternehmen noch wenig Bewusstsein für das Leistungspotential von PE Finanzierungen haben und damit entgangene Wachstumschancen auch nicht richtig einschätzen können.
- Gerade auf solchen jungen noch schwach entwickelten PE Märkten kann die Existenz zahlreicher Finanzierungssubstitute auch Auswirkungen auf die Finanzierungskultur insgesamt haben. Nur wenige Unternehmen kommen aufgrund des geringen Angebots von Beteiligungskapital überhaupt auf die Idee, wachstumsorientierte Geschäftsmodelle zu entwickeln, weil ihre Finanzierung ohnehin nicht möglich wäre. Darüber hinaus verlangt rasches Wachstum auch entsprechende Fähigkeiten, Fertigkeiten und Erfahrungen der Unternehmer, um die dabei entstehenden Herausforderungen erfolgreich zu managen; Erfahrungen und Fertigkeiten, die aber wieder nur in einem entsprechenden Umfeld entwickelt werden können. In einer solchen Situation kann ein reiches Angebot an Finanzierungssubstituten eine nach unten führende Entwicklungsspirale für den PE Markt auslösen: Zu wenig erfolgreiche Beteiligungsfälle frustrieren und reduzieren das Beteiligungsangebot, so dass weniger wachstumsorientierte Geschäftsmodelle entwickelt und verstärkt Substitute nachgefragt werden. Dadurch reduziert sich das Angebot weiter und so fort.

Aus den eben geschilderten Zusammenhängen kann aber keinesfalls der Schluss gezogen werden, dass finanzielle Förderungen automatisch private Beteiligungsinvestitionen verdrängen. Genau so wie ein zu reiches Angebot an finanziellen Substituten eine Entwicklungsspirale nach unten auslösen kann, so kann ein gut konzipiertes Angebot die nötigen Voraussetzungen für die Entwicklung und Umsetzung innovativer Geschäftsmodelle schaffen und in der Folge Impulse für eine Dynamisierung und Entfaltung des

Beteiligungsmarktes bieten. Förderung und private Investitionstätigkeit können einander ergänzen und in ihrer Wirkung verstärken solange auf ihre Komplementarität Bedacht genommen wird. Das bringt uns unmittelbar zu zwei Maßnahmenempfehlungen:

- Laufende Initiativen und Maßnahmen sollten im Rahmen von Evaluierungen nicht nur auf ihre unmittelbaren und mittelbaren Wirkungen hin untersucht werden, darüber hinaus sind immer auch ihre möglichen Verdrängungswirkungen und ihre Komplementaritäts-Potentiale zu Beteiligungskapital mit zu berücksichtigen und daraus die entsprechenden Konsequenzen zu ziehen.
- Alle zukünftigen Förderinitiativen und -programme sollten explizit so konzipiert werden, dass sie komplementär zu privater Investitionstätigkeit wirken, von vornherein Verdrängungseffekte weitgehend vermeiden, dafür aber Verstärkungspotentiale ausnützen.

Auf diese Weise würde mittel- bis langfristig ein effektiveres Miteinander von Förderung und privater Investitionstätigkeit erreicht und die weitere Entwicklung der Beteiligungskapitalfinanzierung in Österreich forciert.

4.2.5 Bessere Umfeldbedingungen für Unternehmen und unternehmerische Initiative

Neben den förderpolitischen haben vor allem auch die rechtlichen und steuerlichen Umfeldbedingungen großen Einfluss auf die Entwicklung eines funktionsfähigen PE Marktes. Zwar wurden im Zuge der Kapitalmarktoffensive und der Steuerreform 2004 genau in diesem Segment bereits eine Ganze Reihe von Maßnahmen gesetzt, dennoch zeigt das österreichische Steuer- und Rechtssystem im europäischen Vergleich auch weiterhin Defizite, die die Beteiligungsfinanzierung vor allem aber die raschere Entfaltung einer unternehmerischen Kultur bremsen. Die EVCA hebt in ihrer Studie zu den steuerlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen im europäischen Vergleich (vgl. dazu EVCA 2004) die folgenden Aspekte besonders hervor:

- Überdurchschnittliche Kosten für die Gründung von Kapitalgesellschaften
- Besteuerung von „stock options“ bei Ausübung der Option
- Überdurchschnittlich hohe Kapitalertragssteuer (Ö 25%, EU 16,3%)
- Kein progressives Körperschaftssteuersystem (geringere Sätze für KMU)
- Keine steuerlichen Anreize für aktivierbare F&E Investitionen, für die Zusammenarbeit mit Forschungseinrichtungen oder für die Gründung innovationsorientierter Firmen

Konkrete Maßnahmenvorschläge für dieses breite und vielfältige Gebiet, die insbesondere auch steuersystematische Fragen betreffen würden, sprengen den Umfang der vorliegenden

Studie und können hier nicht näher ausgeführt werden, zumal ihre Chancen auf Umsetzung auch maßgeblich davon abhängen werden, wie, ob und in welcher Form die Steuerreformbemühungen der Regierung in Zukunft weitergetrieben werden.

4.3 Direkte Maßnahmen als Impuls für die weitere Entwicklung von PE in Österreich

Mit der Umsetzung neuer Fondsstrukturen, den Maßnahmen für einen leichteren Zugang zur „asset class“ Private Equity, der Wiederaufnahme des Kapitalgarantieprogramms, flankierenden Awareness- und Infrastrukturmaßnahmen und der besseren Einbettung von Private Equity in die bestehende Förderlandschaft ist bereits ein sehr umfassendes Paket geschnürt, von dem wesentliche Impulse für die Weiterentwicklung des österreichischen Beteiligungskapitalmarktes zu erwarten sind.

Jetzt stellt sich die Frage, ob dieses Paket durch direkte Maßnahmen ergänzt werden kann und soll, die auch kurzfristig spürbare Impulswirkungen auf die PE Transaktions- und Investitionsvolumen haben. Entscheidend für die Antwort auf diese Frage sind die aktuelle Marktsituation und die Wirkung der zur Verfügung stehenden Instrumente auf diese Marktsituation (vgl. dazu Teil 2, Kap. 2, S. 68f).

Beteiligungsangebot und -nachfrage und ihr aktuelles Zusammenspiel

Wie die Abbildung 2 in Teil 2, Kap. 1, S. 60 zeigt, hat sich der österreichische Beteiligungsmarkt seit Mitte der 90er Jahre rasant entwickelt, ab 2001 setzt dann, gleich wie auf gesamteuropäischer Ebene, eine deutliche Korrektur ein, die mit Ende 2003 wieder in einen spürbaren Aufwärtstrend mündet, der die laufende Marktsituation auch weiterhin kennzeichnet. Insgesamt sind die Investitionsvolumina über die vergangenen Jahre und über den Zyklus hinweg, beträchtlich gewachsen und haben sich vervielfacht. In den 90er Jahren während der Hochphase der New Economy, war dieses Wachstum stark nachfragegetrieben. Folgt man der Einschätzung der PE Industrie, zeigt sich seit Beginn des neuen Aufwärtstrends allerdings keine der beiden Marktseiten als dominant. Der dealflow wird einhellig als zufriedenstellend aber keinesfalls als überschießend beschrieben. Mehr und mehr Unternehmen interessieren sich für die PE Finanzierung aber auch die Investoren haben unter anderem aufgrund der Kapitalgarantieinitiative die Vorzüge des Beteiligungskapitalmarktes erkannt, so dass die Boomphase der 90er Jahre einer eher ausgeglichenen aber stetigen Marktentwicklung gewichen ist. Zwei Aspekte der gegenwärtigen Situation sind dabei allerdings gesondert zu berücksichtigen:

- Bei weitem nicht alle kapitalsuchenden und an Beteiligungsfinanzierung interessierten Unternehmen erhalten auch tatsächlich PE. Es ist vielmehr eine Minderheit von 2-3%.

Projekte bzw. Unternehmen werden vor allem deshalb abgelehnt, weil ihr Geschäftsmodell zu wenig wachstumsorientiert ist und damit auch zu wenig Ertragspotentiale für den PE Geber bietet oder weil die Qualität der Projekte nicht den Anforderungen entspricht.

- Die PE Industrie hat sich seit den 90er Jahren in ihrer Struktur erheblich gewandelt. Waren in den 90er Jahren aufgrund des New Economy Booms und eines entsprechenden Kapitalmarktfeldes Beteiligungsfinanzierungen auch in sehr frühen Phasen der Unternehmensentwicklung üblich, so hat sich das Interesse im Laufe der vergangenen Jahre zunehmend in Richtung der „later stage“ Finanzierung verschoben. Dieser Trend zeigt sich auch auf dem österreichischen Beteiligungsmarkt, selbst wenn er im europäischen Vergleich immer noch sehr stark Venture Capital dominiert ist und über einen beträchtlichen Frühphasenfinanzierungsanteil verfügt.

Insgesamt erscheint es also zielführend, einen stetig wachsenden Strom an Kapital in die Beteiligungsindustrie sicherzustellen, um die ebenfalls steigende Nachfrage befriedigen zu können. Rahmensetzende Maßnahmen, die günstige rechtliche und steuerliche Umfeldbedingungen und eine geeignete Infrastruktur für PE Investments schaffen, verbunden mit Instrumenten, die die Marktperformance adressieren, ohne die Marktkräfte zu verzerrn, sind geeignete Vorkehrungen, um genau das zu erreichen. Kräftige Impulsmaßnahmen, die die Investitionsvolumina rasch nach oben treiben, wären dagegen eher kontraproduktiv, weil sie die gegenwärtige Marktsituation überhitzen könnten.

Dennoch lassen sich auch Potentiale für direkte Maßnahmen identifizieren, die die weitere Entwicklung von Beteiligungskapital in Österreich forcieren können:

- Eine Fund of Funds Initiative der öffentlichen Hand könnte die Fundraisingsituation für österreichische PE Fonds erleichtern und, ähnlich wie das der EIF auf europäischer Ebene bereits praktiziert, starke Qualitätssignalen für private institutionelle Investoren aussenden.
- Laufende Unternehmensförderprogramme der öffentlichen Hand könnten mit flankierenden Maßnahmen ausgestaltet werden, um bestehende Potentiale für PE Finanzierung leichter identifizieren und die unternehmerischen Geschäftsmodelle besser und mit hoher Qualität darauf ausrichten zu können.
- Unterstützungs- und Fördermaßnahmen für das Frühphasensegment könnten forcier werden, um das geringere Engagement von PE Gebern zu ersetzen und gleichzeitig

einen Bereich aufzubauen, der für Nachfolgefinanzierungen durch Beteiligungskapital in Frage kommt.

4.3.1 Fund of Funds Initiative

Wie die Analyse von Gloden, Jud, Peneder zeigt, sind Fund of Funds Initiativen der öffentlichen Hand meist mit crowding out Effekten verbunden (vgl. Gloden, Jud, Peneder 2004 S. 91f). Öffentliche Mittel fließen in den PE Markt verschieben die Angebotskurve nach rechts unten drücken dadurch die Ertragsrate des Beteiligungsgeschäfts und befördern so private Initiative aus dem Markt. Dieser Effekt ist umso stärker je kräftiger und je selbstständiger die öffentliche Initiative ausfällt. Im Extremfall könnte die öffentliche Hand einen eigenständigen PE Fonds einrichten, der aus Fördergesichtspunkten die Konditionen des Beteiligungsgeschäfts für Unternehmen „erleichtern“ würde und mit hoher Wahrscheinlichkeit auch nicht gemäß den inneren Funktionsmechanismen des PE Geschäfts konzipiert wäre. Neben crowding out Effekten, die die Investorenseite des Beteiligungsmarktes verzerren würden, wären mit einer solchen Maßnahme auch erhebliche Verzerrungen der Beteiligungsseite verbunden. Ist die Beteiligungsinitiative entsprechend groß angelegt, so wären auch stark ausgeprägte Systemeffekte, wie sie in Teil 2, Kap. 4.2.4 näher beschrieben wurden, zu erwarten, die für die Entwicklung eines funktionsfähigen PE Marktes besonders negative Auswirkungen hätten.

Soll eine Fund of Funds Initiative gestartet werden, ist sie also auch mit der entsprechenden Umsicht zu konzipieren. Es ist insbesondere darauf zu achten, dass Investments der öffentlichen Hand an die Initiative privater institutioneller Investoren gebunden werden und dass die Initiative mit flankierenden Maßnahmen versehen wird, die die Entwicklung einer reifen Investoren-Community forcieren.

Die AVCO hat in Zusammenarbeit mit nationalen und internationalen Experten eine solche Initiative bereit grob konzipiert. Ein auf die vorliegenden Fragestellungen angepasster Designentwurf liegt dieser Studie im Anhang bei.

4.3.2 Flankierende Maßnahmen der Unternehmensförderung

Der österreichische Beteiligungsfinanzierungsmarkt würde nicht nur, wie weiter oben bereits dargestellt, durch eine Berücksichtigung möglicher Verdrängungswirkungen im Design laufender und für die Zukunft geplanter Förderinitiativen profitieren. Flankierende Maßnahmen zu solchen Initiativen, die bei Unternehmen mehr Awareness- und Know-how zur Funktionsweise und dem Mehrwert von Beteiligungsfinanzierungen schaffen, könnten die

Qualität und auch den Umfang der Nachfrageseite des PE Markts mittelfristig erheblich stärken.

Denkbar wäre ein Schulungs- und Ausbildungsprogramm für Unternehmen, das in Module unterteilt ist, die die unterschiedlichen Interessenslagen von Unternehmen in ihren verschiedenen Entwicklungsphasen adressieren. Ein solches Ausbildungsprogramm, das z.B. aus schriftlichen Unterlagen, unterstützt durch eine laufend zu aktualisierende Website und aus einer Seminarreihe besteht, könnte etwa durch die AVCO in Kooperation mit dem Institut für Entrepreneurship und Innovation erstellt werden.

Die Umsetzung des Schulungsprogramms könnte in Form eines Pilotprojekts z.B. in Zusammenarbeit mit AplusB Zentren oder im Zusammenhang mit anderen ausgewählten Förderprogrammen und Förderinstitutionen erfolgen.

Insgesamt würde es sich dabei um eine Maßnahme handeln, die mittel- bis langfristig auf die Qualität und den Anspruch der Nachfrageseite wirken und bisher unausgeschöpfte Potentiale erschließen könnte.

4.3.3 Forcierte Unterstützung der Frühphasenfinanzierung

Während der letzten beiden Jahre wurden mit der Plattform Innovation des BMWA und der Arbeitsgruppe zur Gründungs- und Wachstumsfinanzierung des Rates für Forschung und Technologieentwicklung hochrangig besetzte Expertenrunden durchgeführt, die unter anderem auch die Finanzierungssituation von innovativen, technologieorientierten Unternehmen durchleuchtet haben.

Beide Expertengremien kamen zum Schluss, dass sich das Angebot an Finanzierungsleistungen und Unterstützungsmaßnahmen für technologieorientierte Unternehmensgründung und für Wachstumsunternehmen über die vergangenen Jahre substantiell weiterentwickelt hat und dass es derzeit keine gravierenden Lücken aufweist. Die Effektivität des Angebotes wird dagegen durch mehrere Schwachpunkte beeinträchtigt, wie z.B.:

- Die Übergänge und das Zusammenspiel der unterschiedlichen Programme sind Verbesserungswürdig.
- Die Mobilisierung von privaten Risikokapitalgebern im Vorfeld der PE Finanzierung gelingt nach wie vor nur ansatzweise.
- Die operative Abwicklung wesentlicher Frühphasenprogramme wird in der derzeitigen Form durch Vorgaben des Bundeshaushaltsrechts erschwert.

- Die Vorgaben zur Abwicklung von Finanzierungs- und Garantieinstrumenten im Frühphasenbereich seitens der Ressorts sind zu restriktiv und bewirken eine defensive, risikoscheue Förderabwicklung.
- Maßnahmen und Initiativen zur Unterstützung der sehr frühen Phasen der Unternehmensentwicklung wie etwa im Seed- und Pre-Seed-Bereich sind zu schwach dotiert und ermöglichen oft nicht, dass tragfähige Geschäftsmodelle entwickelt werden.

Sowohl das Abschlusspapier zur Plattform Innovation als auch die Empfehlung des Rates für Forschung und Technologieentwicklung enthalten eine Reihe von Maßnahmenvorschlägen, die genau diese Defizite adressieren. So wird etwa empfohlen:

- Konkrete Probleme bei Programmschnittstellen im Rahmen von Evaluierungen zu identifizieren und soweit möglich zu bereinigen. Mittelfristig sollte für Programme mit ausgeprägten Schnittstellen ein „Portfolioansatz“ gewählt werden.
- Die operative Abwicklung von Förderprogrammen konsequent an Förderagenturen auszugliedern, um Probleme mit dem Bundeshaftsrechts zu vermeiden
- Das Garantieinstrumentarium für Wachstumsunternehmen auszubauen.
- Mehr an Kapital für die Seed- und Pre-Seed-Finanzierung zur Verfügung zu stellen.

Aus Sicht eines Initiativprogramms zur Weiterentwicklung des österreichischen Beteiligungskapitalmarktes, kann man sich sowohl der Analyse als auch den Schlussfolgerungen und Maßnahmenvorschlägen der Expertengruppen vollständig anschließen. Es wird daher an dieser Stelle empfohlen, den im Rahmen der Plattform Innovation entwickelten Vorschlägen sowie der Ratsempfehlung zur Gründungs- und Wachstumsfinanzierung zu folgen und die entsprechenden Maßnahmen rasch umzusetzen, um damit die Potentiale von Frühphasenunternehmen auch für den österreichischen Beteiligungskapitalmarkt zu erschließen.

5 Überblick über die Grundprinzipien der Politikgestaltung und die Maßnahmenvorschläge für Österreich

Im diesem Kapitel werden die Grundprinzipien für die Politikgestaltung und Umsetzung noch einmal zusammengefasst und die konkreten Maßnahmenvorschläge für Österreich tabellarisch dargestellt, um dem Leser einen besseren Überblick und einen leichten Zugang zu verschaffen.

5.1 Grundprinzipien für das Design und die Umsetzung PE-spezifischer Maßnahmen

- ⇒ An erster Stelle in jedem PE-spezifischen Maßnahmenprogramm sollten rahmensetzende Maßnahmen stehen, die administrative Hürden und Markt rigiditäten beseitigen und crowding out sowie Rationierung vermeiden. Erst wenn die Potentiale in diesem Segment ausgeschöpft sind, können ergänzende direkte Maßnahmen ihre volle Wirkung entfalten.
- ⇒ Erste Priorität bei den rahmensetzenden Maßnahmen kommt den Fondsstrukturen zu, die eine unmittelbare Voraussetzung für die erfolgreiche Abwicklung von Beteiligungsgeschäften darstellen.
- ⇒ In Ergänzung zu geeigneten Fondsstrukturen und in Abhängigkeit vom jeweiligen Bedarf sollten weitere rahmensetzende Maßnahmen realisiert werden, um eine profunde Know-how Basis und einen guten Zugang für Fondsinvestoren sicherzustellen, Allokationsentscheidungen der Investoren zugunsten von PE zu forcieren, ein geeignetes Umfeld für unternehmerische Initiative und wachstumsorientierte Geschäftsmodelle zu schaffen, und Förderungen komplementär zu privater Investitionstätigkeit auszurichten.
- ⇒ PE-spezifische Maßnahmenprogramme, die Investitionsaktivitäten rasch steigern sollen, können neben rahmensetzenden Initiativen auch Instrumente nutzen, die direkt auf Angebot und Nachfrage wirken, wenn diese entweder in eine ungleichgewichtige Marktsituation eingepasst werden oder als geeigneter Maßnahmenmix ausgestaltet sind.
- ⇒ Jedes öffentliche PE-spezifische Maßnahmenprogramm sollte bei seiner Konzeption und Umsetzung auf relevante Nebenbedingungen der aktuellen Marktsituation Rücksicht nehmen, wie z.B. die Größe und Entwicklungsdynamik der Beteiligungsseite oder die Verfügbarkeit von PE Managementkapazitäten, und sich an diesen Restriktionen orientieren.
- ⇒ Rahmensetzende Maßnahmen, wie z.B. die Einrichtung von PE Fondsstrukturen, sollten sich an die PE Industrie insgesamt richten und nicht einzelne Segmente wie etwa die Frühphasenfinanzierung oder bestimmte Technologiefelder bevorzugen, weil sonst der Aufbau stark performanceorientierter Strukturen verzerrt wird.
- ⇒ Direkte Maßnahmen und rahmensetzende Maßnahmen, die die Performance unmittelbar adressieren, können sich auch auf ausgewählte Segmente der PE Industrie richten (z.B. Frühphasenfinanzierung, bestimmte Technologiefelder). Da sie aber ebenfalls mit Struktureffekten verbunden sind, müssen sie mit Umsicht gestaltet werden.

⇒ Kann die öffentliche Hand aufgrund von Maßnahmen und Instrumenten, die sie einsetzt, die inneren Funktionsmechanismen des PE Geschäfts beeinflussen, sollte sie diese nicht konterkarieren. Gerade auf jungen noch nicht vollständig entwickelten PE Märkten kann sie sogar eine aktive Rolle einnehmen und die PE Industrie dabei unterstützen, effektive Funktionsmechanismen auszubilden.

5.2 Tabellarischer Überblick über die Maßnahmenvorschläge für Österreich (Seite 1)

Maßnahmen	Ziele	Art der Maßnahmen	Status
Neue PE Fondsstrukturen	Schaffen international vorbildlicher Rahmenbedingungen für das PE Geschäft	Eigenständiges Gesetz, das die steuerlichen und rechtlichen Grundlagen des PE Geschäfts festlegt	Erste Priorität / Umsetzung gemeinsam mit der Abschaffung der MFG-Struktur
Verträgliche Übergangsfristen für bestehende MFGs	Das Weiterbestehen und die laufende Geschäftstätigkeit bestehender MFGs sicherstellen	Übergangsfristen von 10+2 Jahren in die gesetzlichen Regelungen zur Abschaffung der MFG aufnehmen	Erste Priorität / Umsetzung gemeinsam mit der Abschaffung der MFG-Struktur
Guten Zugang institutioneller Investoren zu PE sicherstellen	Grundlagen für den Mittelzufluss in die PE Industrie gewährleisten	Neue Fondsstruktur in den Verlangungsrichtlinien berücksichtigen, moderate Veranlagungsgrenzen sowie Eigenkapitalunterlegung von PE Investitionen für Banken vorsehen (Basel II)	Erste Priorität / Umsetzung gemeinsam mit der Abschaffung der MFG-Struktur
Awareness- und Infrastrukturmaßnahmen für PE Investoren	Schaffen einer reifen Investoren-Community für PE/VC	Schulungs- und Know-how Initiativen in Kombination mit aktiven Impulsmaßnahmen (z.B. Garantieprogramm)	Wichtig / Mittelfristig
Maßnahmen, die auf das Ertrags-/Risiko-Profil wirken	Aktive Entwicklungsimpulse für PE setzen ohne crowding out oder Rationierung zu erzeugen	Neustart der Kapitalgarantien der AWS	Wichtig / Kurzfristig

5.2 Tabellarischer Überblick über die Maßnahmenvorschläge für Österreich (Seite 2)

Maßnahmen	Ziele	Art der Maßnahmen	Status
Vermeiden von Instrumenten mit eigenkapitalersetzender Wirkung	Konkurrenz zwischen privaten Investitionen und Förderungen vermeiden, Komplementaritäten nutzen	Verdrängungswirkungen und Ergänzungspotentiale von Förderungen bei Evaluierungen laufender und Design neuer Maßnahmen explizit berücksichtigen	Wichtig / Mittel- bis langfristig
Fund of Funds Initiative	Fundraising-Situation für PE Fonds verbessern / Reife Investoren-Community für PE/VC in Österreich schaffen	Dachfonds Ö investiert private und öffentliche Mittel übergewichtig in Österreich. Öffentliche Hand nimmt „first loss piece“ / Awareness- und Infrastrukturmaßnahmen begleiten Dachfonds Ö	Moderat wichtig / Mittelfristig
Flankierende Maßnahmen für laufende Förderungen	Awareness zur Funktionsweise und zum Mehrwert von PE bei Unternehmen schaffen, Qualität und Umfang der Nachfrageseite des PE Markts stärken	Schulungs- und Ausbildungsinitiativen für innovative Start-up und Wachstumsunternehmen	Moderat wichtig / Mittel- bis langfristig
Spezifische Förderungen für das Frühphasensegment	Schließen der bestehenden Finanzierungslücke, Förderabwicklung und Schnittstellen verbessern	Umsetzen von Vorschlägen der Plattform Innovation und der Empfehlung des RTF zur Gründungs- und Wachstumsfinanzierung	Wichtig / Kurz- bis mittelfristig

Anhang

***Skizze Fund of Funds Programm
Fragebogen
Literaturverzeichnis***

Fund of Fund (Dachfonds-) Initiative Österreich

In Zusammenarbeit mit nationalen und internationalen Experten hat die AVCO ein Konzept zur Einrichtung eines Dachfonds für Investitionen in die österreichische Private Equity und Venture Capital Industrie erarbeitet (*Dachfonds Ö*), das in diesem Papier zusammengefasst vorliegt.

Ziele

PE/VC übernimmt eine entscheidende Rolle bei der Innovationsfinanzierung von KMUs und im wirtschaftlichen Strukturwandel. Das in Österreich ungünstige Fundraisingklimas für PE/VC Fonds kann wirtschaftspolitische Ziele, die auf Innovation, Forschung & Entwicklung fokussieren, gefährden. Daher wurde im *Dachfonds Ö*-Konzept folgende Ziele festgelegt:

1. Forcieren des Zustroms an frischen Mittel in die österreichische PE/VC Industrie
2. Erhöhen der Transparenz von PE/VC als "asset class"
3. Stärken des Know-hows potentieller Investoren beim PE-Investing, um die Bewertung von Qualitätssignalen im PE/VC Markt zu erleichtern und so seine Funktionsfähigkeit und Selektionskraft zu forcieren.

Bei der Verfolgung dieser Ziele sind Nebenbedingungen zu beachten:

- Die österreichische Beteiligungsindustrie ist verhältnismäßig jung und verfügt noch über wenig „track record“. Die Investitionspolitik des *Dachfonds Ö* sollte daher nicht zu restriktiv ausfallen.
- Bei institutionellen Investoren existiert noch keine „Kultur“ des PE-Investings. Der einzurichtende Dachfonds sollte im Rahmen der Initiative als „Cornerstone Investor“ auftreten und aktive Beratungs- und Unterstützungsauflagen übernehmen.
- Im österreichischen PE/VC Markt dominieren Mischfonds, die in unterschiedliche Phasen der Unternehmensentwicklung investieren. Eine spezielle Ausrichtung des *Dachfonds Ö* auf „Frühphasenfonds“ ist daher nicht sinnvoll. Der österreichische Beteiligungskapitalmarkt muss als Ganzes weiterentwickelt werden.
- Mit dem Kapitalgarantienangebot der AWS verfügt Österreich bereits über eine wichtige Maßnahme, Investoren für PE/VC zu mobilisieren. Das Angebot und das Know-how der AWS sollte eingesetzt werden, um die Dachfondsinitiative zur vollen Wirkung zu bringen.

Aufbau des Dachfonds

- Der *Dachfonds Ö* ist im Prinzip ein Sammelpool aus Mitteln der öffentlichen Hand und des Privaten Sektors (institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionsfonds, Banken etc.). Private Mittel müssen dementsprechend auch gesondert für den Dachfonds eingeworben werden.
- Für den *Dachfonds Ö* wird ein Volumen von rund € 300 Mill. angestrebt, das zu zwei Dritteln von privaten institutionellen Investoren und zu einem Drittel von der öffentlichen Hand aufgebracht werden soll.

- Die Dachfondsmittel sollen über eine Investitionsperiode von 4 Jahren in Österreich und in Europa investiert werden, wobei für Österreich Investments in 8 VC- mit einem durchschnittlichen Volumen von € 35 Mill. und 2 Buyout-Fonds mit einem durchschnittlichen Volumen von € 65 Mill. geplant sind.
- Für die institutionellen Investoren in den Dachfonds kann aufgrund von historischen Rendite-Statistiken eine Ertragsrate von 6,5% projektiert werden, die bei einer europaweiten Diversifikation mit einem Ausfallsrisiko nahe Null erreicht werden könnte. Da der *Dachfonds Ö* aber ein substanzielles Engagement in Österreich entfalten soll (was geringere Diversifikation impliziert), kann ein entsprechendes Ertrags-/Risiko-Profil nur geboten werden, wenn die öffentliche Hand ein „first loss piece“ an den Fondsinvestments in Österreich von 30% aufwärts übernimmt. Das heißt, dass die öffentliche Hand zwar ein größeres Risiko trägt, dafür aber auch entsprechend stärker an den potentiellen Erträgen des Österreich-Engagements partizipiert.
- Die noch zu bestimmende Allokationsentscheidung Österreich/Europa und damit die Höhe des „first loss pieces“ ist einerseits bestimmt durch eine Mindestbedeckung der Volumina aller 8 österreichischen Fondsprojekte¹ aus dem *Dachfonds Ö* von 80% und andererseits abhängig von den tatsächlich in den *Dachfonds Ö* eingeworbenen Mitteln privater institutioneller Investoren.

Flankierende Maßnahmen

- Alle institutionellen Investoren, die in den *Dachfonds Ö* investieren, verpflichten sich, Parallelinvestments in mindestens zwei österreichische PE-Fonds ihrer Wahl in Höhe von mindestens je € 1,5 Mill. zu tätigen. Das Dachfondsmanagement übernimmt das Coaching dieser Parallelinvestments, um Know-how Effekte bei den Investoren und ein „Training on the Job“ zu gewährleisten².
- Zusätzlich zum Coaching durch das Dachfondsmanagement wird für österreichische Investoren ein Beratungsprogramm angeboten, mit dem Ziel, eine auf die Bedürfnisse jedes teilnehmenden Investors zugeschnittene mittel- bis langfristige PE/VC-Investitionsstrategie zu erarbeiten. Das Beratungsprogramm richtet sich ausschließlich an PE-verantwortliche Entscheidungsträger beim jeweiligen Investor und startet nach dem „Closing“ des *Dachfonds Ö*.
- Als Dachorganisation der österreichischen Beteiligungskapitalindustrie hat die AVCO auf Basis internationaler „good practice“ Investor Relations Richtlinien entwickelt, die die Beziehungen zwischen PE/VC Investoren und dem Fondsmanagement sowie die damit verbundenen Rechte, Pflichten und Gestaltungsmöglichkeiten regeln (PE/VC Corporate Governance Kodex). Diese Richtlinien sind rechtlich verbindlich in die

¹ Eine Deckungsquote von 80%, die unbedingt erforderlich ist, um am kleinen österreichischen Markt die Fonds überhaupt schließen und die Initiative durchführen zu können.

² Diese Parallelinvestments erleichtern darüber hinaus das Erreichen der Deckungsquote von 80% und reduzieren so die erforderliche Höhe des „first loss pieces“ für die öffentlichen Investments.

Vertragsdokumente jedes Fondsprojekts, in die der *Dachfonds Ö* investiert, aufzunehmen.

- *EVCA Reporting- und Bewertungsstandards verbindlich machen:* Die European Private Equity and Venture Capital Association hat internationale Standards entwickelt und während der vergangenen Monate veröffentlicht, die die Bewertung von Beteiligungsunternehmen und -fonds sowie das Fondsreporting an die Investoren regeln. Diese Standards sind rechtlich verbindlich in die Vertragsdokumente jedes Fondsprojekts, in die der *Dachfonds Ö* investiert, aufzunehmen.

Zentrale Aspekte und Vorteile

- Der breite (europäische) Investitionsfokus des *Dachfonds Ö* erzeugt stabilere Performanceerwartungen durch Risikodiversifikation. Anreize, in die „asset class“ PE/VC zu investieren, sind daher stärker als bei reinem Österreich-Fokus.
- Parallelinvestments privater institutioneller Investoren auf Basis des Due Diligence und verbunden mit dem Coaching des Dachfondsmanagements, führen bei diesen zu Erfahrungs- und Know-how Effekten, die sich mittel- bis langfristig positiv auf die Entwicklung einer „PE-Kultur“ in Österreich auswirken (dies ist ein zentraler Aspekt!).
- Das Konzept des *Dachfonds Ö* ist komplementär zu den von der AWS angebotenen Garantien, wodurch sich zusätzliche und verstärkende Effekte ergeben können.
- Durch das Zusammenspiel von AWS und Dachfondsmanagement können Erfahrungen und Know-how ausgetauscht, spezifische Kenntnisse des österreichischen Marktes genutzt und auf diese Weise Synergien erzielt werden.
- Durch den verbundenen Ansatz privat-öffentlicht werden mehr Fondsmittel für die weitere Entwicklung des österreichischen PE/VC Marktes zur Verfügung stehen.

Umsetzung

- In Österreich ist die Einrichtung von PE/VC-Fonds oder PE/VC Fund of Funds nach internationalem Muster aufgrund der herrschenden rechtlichen und steuerlichen Situation nicht möglich. Es wird daher vorgeschlagen den *Dachfonds Ö* in Form einer Luxemburger SICAR mit Sitz in Luxemburg umzusetzen.
- Die SICAR bietet auch die nötige Flexibilität in der Ausgestaltung des *Dachfonds Ö*, sodass rechtliche Hürden in den bestehenden Veranlagungsbestimmungen österreichischer Versicherungen und Pensionskassen bei Investments in PE/VC entschärft werden können.
- Um eine Entscheidungs- und Steuerungsstruktur für den Dachfonds nach internationalem Muster zu implementieren, sollten folgende Fondsorgane eingerichtet werden:
 - Ein „Investment Committee“, verantwortlich für die Investitionsentscheidungen, besteht aus Vertretern des Dachfondsmanagements und qualifizierten

Industrieexperten. Das Committee wird vom Dachfondsmanagement zusammengestellt.

- Ein Advisory/Supervisory Committee überwacht den Investitionsfortschritt, die Investitionsstrategie, die Performance des *Dachfonds Ö* und befasst sich mit spezifischen Fragen wie z.B. auftretenden Interessenskonflikten. Es setzt sich aus bis zu 8 Investorenvertretern zusammen. Das Committee wird durch die Investoren nominiert.
- Darüber hinaus wird ein vierteljährliches Berichtswesen für die Investoren eingerichtet, das durch halbjährliche Treffen der Investorenversammlung ergänzt wird, bei der Diskussions- und Informationsmöglichkeiten für die Investoren bestehen.
- Für das Management des *Dachfonds Ö* ist eine Vergütung nach einem international üblichen Muster vorzusehen. Die „management fee“ wird in Abhängigkeit vom tatsächlich aufgebrachten Fondsvolumen bis zu 1% des über die Fondslaufzeit tatsächlich an den Fonds kommittierten Kapitals betragen. Darüber hinaus wird ein „carried interest“ vereinbart, der 10% an den kumulierten Dachfondsprofiten nach Abzug einer 5%-igen „hurdle rate“ für die Investoren beträgt.

Fragebogen

Fragebogen an PE/VC finanzierte Unternehmen



ÖSTERREICHISCHES INSTITUT FÜR
WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

Finanzierung und Wachstum von Unternehmen in Österreich

**Befragung des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung (WIFO)
in Kooperation mit AVCO – Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation
im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Arbeit (BMWA) und der
Wirtschaftskammer Österreich (WKÖ)**

Bitte senden Sie den ausgefüllten Fragebogen bis 14. Februar 2006 an:

Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung
Postfach 91
A-1103 Wien

Oder per Fax: (01) 798 93 86

Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung:

Dr. Michael Peneder
Tel: (01) 798 26 01 - 480
Michael.Peneder@wifo.ac.at

Mag. Gerhard Schwarz
Tel: (01) 798 26 01 - 263
Gerhard.Schwarz@wifo.ac.at

Ihre Angaben werden streng vertraulich behandelt und ausschließlich am Österreichischen Institut für Wirtschaftsforschung für statistische Analysen ausgewertet und keinesfalls weitergegeben. Es werden ausschließlich Ergebnisse veröffentlicht, die keinerlei Rückschlüsse auf einzelne Teilnehmer zulassen.

Kennnummer:

DVR: 0057282

1 In welcher Branche ist Ihr Unternehmen überwiegend tätig?

Bitte nur eine Nennung.

- Chemie und Werkstofftechnik
- Computer (Hardware, Software und Dienstleistungen)
- Kommunikationstechnologien
- industrielle Automation
- Biotechnologie
- medizinische/gesundheitsbezogene Produkte und Dienstleistungen
- andere elektronikbezogene Produkte
- Konsumgüter
- sonstige Sachgütererzeugung
- Bauwesen
- Transportwesen
- sonstige Dienstleistungen
- andere Branche, und zwar: _____

2 In welchem Jahr wurde Ihr Unternehmen gegründet?

3 Wo sind derzeit die Hauptabsatzmärkte Ihres Unternehmens?

Mehrfachnennungen möglich.

- lokal
- national
- in der Europäischen Union
- außerhalb der Europäischen Union

4 Besteht in Ihrem Unternehmen eine Beteiligung durch einen oder mehrere Private Equity/Venture Capital (PE/VC) Geber?

Private Equity/Venture Capital ist externes Eigenkapital durch Beteiligungsgesellschaften, die Unternehmensanteile auf Zeit erwerben.

- ja
- nein → bitte weiter mit Frage 13

5 In welchen Jahren haben die Private Equity/Venture Capital (PE/VC) Finanzierungsrunden in Ihrem Unternehmen stattgefunden? Wieviele PE/VC-Geber waren daran jeweils beteiligt?

Jahr der PE/VC-Finanzierungsrounde	Anzahl der beteiligten PE/VC-Geber
1. _____	_____
2. _____	_____
3. _____	_____
4. _____	_____
5. _____	_____

6 Welcher Finanzierungsanlass hat zu Ihrer Private Equity/Venture Capital Beteiligung geführt?

Mehrfachnennungen möglich.

- Seed Finanzierung
- Start-up Finanzierung
- Wachstumsfinanzierung
- Finanzierung von Umstrukturierungsmaßnahmen im Unternehmen
- Vorbereitung auf einen Börsengang
- Eigentümerwechsel (Management Buy Out, etc.)
- anderes, und zwar: _____

7 Was waren die Gründe, eine PE/VC Beteiligung anderen Finanzierungsformen vorzuziehen?

Mehrfachnennungen möglich.

	nicht möglich	nicht ausreichend	nicht attraktiv
Kredit	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Anleihen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gewinnwertpapier	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Börsengang	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Förderungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
bisherige Gesellschafter	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Business Angels etc.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
strategische Beteiligungsgeber*	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mezzaninfinanzierung**	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

- PE/VC Geber als kompetenter Partner für weitere Entwicklung des Unternehmens
- andere Gründe, und zwar: _____

* Strategische Beteiligungsgeber sind Unternehmen, die in verwandten oder der gleichen Branche operativ tätig sind und neben einem finanziellen auch ein geschäftspolitisches Interesse an ihrer Beteiligung haben.

** Finanzierungsformen, die zwischen der Fremd- und der Eigenmittelfinanzierung stehen und den nachrangigen Kredit genau so umfassen wie die stille Beteiligung.

8 Haben Sie, neben den PE/VC-Gebern, auch einen oder mehrere der folgenden Finanzierungspartner in Ihrem Unternehmen?

Mehrfachnennungen möglich.

- strategische Beteiligungsgeber*
- Mezzaninfinanziers**
- Business Angels
- Familie, Freunde

* Strategische Beteiligungsgeber sind Unternehmen, die in verwandten oder der gleichen Branche operativ tätig sind und neben einem finanziellen auch ein geschäftspolitisches Interesse an ihrer Beteiligung haben.

** Finanzierungsformen, die zwischen der Fremd- und der Eigenmittelfinanzierung stehen und den nachrangigen Kredit genau so umfassen wie die stille Beteiligung.

9 Wie wirkt sich die PE/VC-Finanzierung auf die Entwicklung Ihres Unternehmens aus?

Bitte nur eine Nennung.

- die (weitere) Existenz des Unternehmens wäre ohne PE/VC nicht möglich gewesen
- bessere Entwicklung des Unternehmens durch PE/VC
- gleiche Entwicklung des Unternehmens mit oder ohne PE/VC
- schlechtere Entwicklung des Unternehmens durch PE/VC

- anderes, und zwar: _____

10 Wie bewerten Sie die Bedeutung der folgenden Faktoren für das Wachstum Ihres Unternehmens?

	hoch	mittel	gering	nicht relevant
Kostenvorteile gegenüber der Konkurrenz	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
technologische Innovationen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Erbringung innovativer Dienstleistungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
(laufende) Qualitätsverbesserung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Marketing und Werbung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verbreiterung der Produktpalette (Diversifizierung)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
geographische Ausweitung des Absatzgebietes	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
aktiv gemanagte Kooperationen (z.B. mit Lieferanten, Forschungseinrichtungen etc.)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Gibt es weitere Faktoren, mit großer Bedeutung für das Wachstum Ihres Unternehmens? Wenn ja, welche?

11 Wie bewerten Sie die Bedeutung der folgenden Faktoren als Wachstumshemmnisse für Ihr Unternehmen?

	vor der PE/VC-Finanzierung				derzeit			
	hoch	mittel	gering	nicht relevant	hoch	mittel	gering	nicht relevant
großes wirtschaftliches Risiko	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mangel an geeigneten Finanzierungsmöglichkeiten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
(durch Wachstum bedingte) organisatorische Probleme	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mangel an geeignetem Fachpersonal	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
mangelnde Informationen über Technologien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
fehlende Informationen über Märkte	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
mangelnde Kundenakzeptanz für neue Produkte od. Dienstleistungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
behindernde rechtliche Regelungen, Normen u.ä.,	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Gibt es weitere Faktoren, die derzeit Wachstumshemmnisse für Ihr Unternehmen sind? Wenn ja, welche?

12 Was hat sich in Folge der PE/VC-Finanzierung in Ihrem Unternehmen verändert?

	stark verbessert	verbessert	gleich geblieben	verschlechtert	stark verschlechtert
Kosteneffizienz	<input type="checkbox"/>				
Finanzierungsmanagement	<input type="checkbox"/>				
Organisation und Personalentwicklung	<input type="checkbox"/>				
Marktpräsenz und Kundenservice	<input type="checkbox"/>				
Produktqualität	<input type="checkbox"/>				
Schutzmaßnahmen für geistiges Eigentum	<input type="checkbox"/>				
	stark ausgeweitet	ausgeweitet	gleich geblieben	eingeschränkt	stark eingeschränkt
Innovationstätigkeiten	<input type="checkbox"/>				
Produktpalette	<input type="checkbox"/>				
Absatzgebiet (geographische Märkte)	<input type="checkbox"/>				

Gibt es noch andere, bedeutende Veränderungen in Ihrem Unternehmen, die Folge der PE/VC-Finanzierung sind? Wenn ja, welche?

13 Bitte geben Sie folgende Kennzahlen für Ihr Unternehmen an.

Bitte diese Frage unbedingt ausfüllen soweit die Daten verfügbar sind! Sie ist für die Auswertung von entscheidender Bedeutung!
Wenn die endgültigen Ergebnisse für 2005 noch nicht vorliegen, bitten wir Sie um die Angabe der vorläufigen Ergebnisse.

	2002	2003	2004	2005
Bilanzsumme (Mio. €)	_____	_____	_____	_____
Umsatz (Mio. €)	_____	_____	_____	_____
Investitionen (aktivierbare Vermögenswerte, Mio. €)	_____	_____	_____	_____
Beschäftigte	_____	_____	_____	_____

14 Bitte geben Sie die ungefähren Anteile in % vom Jahresumsatz ihres Unternehmens an.

Bitte diese Frage unbedingt ausfüllen soweit die Daten verfügbar sind! Sie ist für die Auswertung von entscheidender Bedeutung!
Wenn die endgültigen Ergebnisse für 2005 noch nicht vorliegen, bitten wir Sie um die Angabe der vorläufigen Ergebnisse.

	2002	2003	2004	2005
Exporte	_____ %	_____ %	_____ %	_____ %
Aufwendungen für Forschung und Entwicklung	_____ %	_____ %	_____ %	_____ %
Aufwendungen für Marketing und Werbung	_____ %	_____ %	_____ %	_____ %

15 Hat Ihr Unternehmen seit 2002 eine der folgenden Innovationen durchgeführt?

Mehrfachnennungen möglich.

- Produkte oder Dienstleistungen, die am Markt neu sind od. merklich verbessert wurden
- Produktionsverfahren in Ihrem Unternehmen, die für Ihre Branche neu sind od. merklich verbessert wurden
- Einführung bereits bestehender Produktionsverfahren, Produkte oder Dienstleistungen, die zwar nicht für Ihre Branche aber für Ihr Unternehmen neu sind
- Einführung neuer Managementtechniken/-konzepte in Ihrem Unternehmen
- neue oder merklich veränderte Organisationsstrukturen
- neue Marketingkonzepte und -strategien
- bedeutende Veränderungen im Design und/oder ästhetischen Erscheinungsbild

16 Falls Ihr Unternehmen seit 2002 neue bzw. merklich verbesserte Produkte oder Dienstleistungen auf den Markt gebracht hat:

Wie hoch war der ungefähre Anteil der Verkaufserlöse aus diesen neuen bzw. merklich verbesserten Produkten und Dienstleistungen am Gesamtumsatz des Jahres 2005?

_____ %

17 Hat Ihr Unternehmen in den letzten Jahren Gebrauch von einer der folgenden Maßnahmen gemacht, um Innovationen oder Erfindungen Ihres Unternehmens zu schützen?

Mehrfachnennungen möglich.

- Anmeldung gewerblicher Schutzrechte (Patente, Markenrechte etc.)
- Geheimhaltung (z.B. neuer Produktionsverfahren)
- zeitlicher Vorsprung vor Mitbewerbern durch rasche Abfolge neuer Produktgenerationen
- anderes, und zwar: _____

18 Haben Sie weitere Anmerkungen zum Thema PE/VC-Finanzierung?

Vielen Dank für Ihre Bemühungen!

Wenn Sie die Ergebnisse der Studie kostenlos per Email erhalten möchten, geben Sie bitte Ihre Email-Adresse an:

Fragebogen an Unternehmen, die nicht PE/VC finanziert sind (Kontrollgruppe)



ÖSTERREICHISCHES INSTITUT FÜR
WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

Finanzierung und Wachstum von Unternehmen in Österreich

**Befragung des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung (WIFO)
im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Arbeit (BMWA) und der
Wirtschaftskammer Österreich (WKÖ) und in Kooperation mit
AVCO – Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation**

Bitte senden Sie den ausgefüllten Fragebogen bis 14. Februar 2006 an:

Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung
Postfach 91
A-1103 Wien

Oder per Fax: (01) 798 93 86

Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung:

Dr. Michael Peneder
Tel: (01) 798 26 01 - 480
Michael.Peneder@wifo.ac.at

Mag. Gerhard Schwarz
Tel: (01) 798 26 01 - 263
Gerhard.Schwarz@wifo.ac.at

Ihre Angaben werden streng vertraulich behandelt und ausschließlich am Österreichischen Institut für Wirtschaftsforschung für statistische Analysen ausgewertet und keinesfalls weitergegeben. Es werden ausschließlich Ergebnisse veröffentlicht, die keinerlei Rückschlüsse auf einzelne Teilnehmer zulassen.

Kennnummer:

DVR: 0057282

1 In welcher Branche ist Ihr Unternehmen überwiegend tätig?

Bitte nur eine Nennung.

- Chemie und Werkstofftechnik
- Computer (Hardware, Software und Dienstleistungen)
- Kommunikationstechnologien
- industrielle Automation
- Biotechnologie
- medizinische/gesundheitsbezogene Produkte und Dienstleistungen
- andere elektronikbezogene Produkte
- Konsumgüter
- sonstige Sachgütererzeugung
- Bauwesen
- Transportwesen
- sonstige Dienstleistungen
- andere Branche, und zwar: _____

2 In welchem Jahr wurde Ihr Unternehmen gegründet?_____
_____**3 Wo sind derzeit die Hauptabsatzmärkte Ihres Unternehmens?**

Mehrfachnennungen möglich.

- lokal
- national
- in der Europäischen Union
- außerhalb der Europäischen Union

4 Wie bewerten Sie die Bedeutung der folgenden Faktoren für das Wachstum Ihres Unternehmens?

	hoch	mittel	gering	nicht relevant
Kostenvorteile gegenüber der Konkurrenz	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
technologische Innovationen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Erbringung innovativer Dienstleistungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
(laufende) Qualitätsverbesserung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Marketing und Werbung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verbreiterung der Produktpalette (Diversifizierung)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
geographische Ausweitung des Absatzgebietes	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
aktiv gemanagte Kooperationen (z.B. mit Lieferanten, Forschungseinrichtungen etc.)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Gibt es weitere Faktoren, mit großer Bedeutung für das Wachstum Ihres Unternehmens? Wenn ja, welche?

5 Wie bewerten Sie die Bedeutung der folgenden Faktoren als Wachstumshemmisse für Ihr Unternehmen?

	hoch	mittel	gering	nicht relevant
großes wirtschaftliches Risiko	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mangel an geeigneten Finanzierungsmöglichkeiten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
(durch Wachstum bedingte) organisatorische Probleme	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mangel an geeignetem Fachpersonal	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
mangelnde Informationen über Technologien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
fehlende Informationen über Märkte	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
mangelnde Kundenakzeptanz für neue Produkte od. Dienstleistungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
behindernde rechtliche Regelungen, Normen u.ä.,	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Gibt es weitere Faktoren, die derzeit Wachstumshemmisse für Ihr Unternehmen sind? Wenn ja, welche?

6 Bitte geben Sie folgende Kennzahlen für Ihr Unternehmen an.

Bitte diese Frage unbedingt ausfüllen soweit die Daten verfügbar sind! Sie ist für die Auswertung von entscheidender Bedeutung!
Wenn die endgültigen Ergebnisse für 2005 noch nicht vorliegen, bitten wir Sie um die Angabe der vorläufigen Ergebnisse.

	2002	2003	2004	2005
Bilanzsumme (Mio. €)	_____	_____	_____	_____
Umsatz (Mio. €)	_____	_____	_____	_____
Investitionen (aktivierbare Vermögenswerte, Mio. €)	_____	_____	_____	_____
Beschäftigte	_____	_____	_____	_____

7 Bitte geben Sie die ungefähren Anteile in % vom Jahresumsatz ihres Unternehmens an.

Bitte diese Frage unbedingt ausfüllen soweit die Daten verfügbar sind! Sie ist für die Auswertung von entscheidender Bedeutung!
Wenn die endgültigen Ergebnisse für 2005 noch nicht vorliegen, bitten wir Sie um die Angabe der vorläufigen Ergebnisse.

	2002	2003	2004	2005
Exporte	_____ %	_____ %	_____ %	_____ %
Aufwendungen für Forschung und Entwicklung	_____ %	_____ %	_____ %	_____ %
Aufwendungen für Marketing und Werbung	_____ %	_____ %	_____ %	_____ %

8 Hat Ihr Unternehmen seit 2002 eine der folgenden Innovationen durchgeführt?

Mehrfachnennungen möglich.

- Produkte oder Dienstleistungen, die am Markt neu sind od. merklich verbessert wurden
- Produktionsverfahren in Ihrem Unternehmen, die für Ihre Branche neu sind od. merklich verbessert wurden
- Einführung bereits bestehender Produktionsverfahren, Produkte oder Dienstleistungen, die zwar nicht für Ihre Branche aber für Ihr Unternehmen neu sind
- Einführung neuer Managementtechniken/-konzepte in Ihrem Unternehmen
- neue oder merklich veränderte Organisationsstrukturen
- neue Marketingkonzepte und -strategien
- bedeutende Veränderungen im Design und/oder ästhetischen Erscheinungsbild

- 9** Falls Ihr Unternehmen seit 2002 neue bzw. merklich verbesserte Produkte oder Dienstleistungen auf den Markt gebracht hat:

Wie hoch war der ungefähre Anteil der Verkaufserlöse aus diesen neuen bzw. merklich verbesserten Produkten und Dienstleistungen am Gesamtumsatz des Jahres 2005?

_____ %

- 10 Hat Ihr Unternehmen in den letzten Jahren Gebrauch von einer der folgenden Maßnahmen gemacht, um Innovationen oder Erfindungen Ihres Unternehmens zu schützen?**

Mehrfachnennungen möglich.

- Anmeldung gewerblicher Schutzrechte (Patente, Markenrechte etc.)
- Geheimhaltung (z.B. neuer Produktionsverfahren)
- zeitlicher Vorsprung vor Mitbewerbern durch rasche Abfolge neuer Produktgenerationen
- anderes, und zwar: _____

- 11 Besteht in Ihrem Unternehmen eine Beteiligung durch einen oder mehrere Private Equity/Venture Capital (PE/VC) Geber?**

Private Equity/Venture Capital ist externes Eigenkapital durch Beteiligungsgesellschaften, die Unternehmensanteile auf Zeit erwerben.

- ja
- nein → bitte weiter mit Frage 13

- 12 In welchen Jahren haben die Private Equity/Venture Capital (PE/VC) Finanzierungsrunden in Ihrem Unternehmen stattgefunden? Wieviele PE/VC-Geber waren daran jeweils beteiligt?**

Jahr der PE/VC-Finanzierungsrounde	Anzahl der beteiligten PE/VC-Geber
------------------------------------	------------------------------------

- | | |
|----|-------|
| 1. | _____ |
| 2. | _____ |
| 3. | _____ |
| 4. | _____ |
| 5. | _____ |

- 13** Wenn Sie Frage 11 mit NEIN beantwortet haben:
Was waren die Gründe Private Equity/Venture Capital nicht in Anspruch zu nehmen?
Mehrfachnennungen möglich.
- diese Frage hat sich nie gestellt
 - grundsätzliche Ablehnung von Private Equity/Venture Capital, weil:
 - keine Abgabe von Mitspracherechten erwünscht
 - Selbstfinanzierung ausreichend
- ausreichende Finanzierung durch:
- Kredite
 - Anleihen
 - Gewinnwertpapiere
 - Business Angels
 - bisherige Gesellschafter
 - Förderungen
 - Börsengang
 - strategische Beteiligungsgeber*
 - Mezzaninfinanzierung**
- keine Finanzierungsbereitschaft durch Private Equity/Venture Capital-Geber
 - anderes, und zwar:
 - * Strategische Beteiligungsgeber sind Unternehmen, die in verwandten oder der gleichen Branche operativ tätig sind und neben einem finanziellen auch ein geschäftspolitisches Interesse an ihrer Beteiligung haben.
 - ** Finanzierungsformen, die zwischen der Fremd- und der Eigenmittelfinanzierung stehen und den nachrangigen Kredit genau so umfassen wie die stille Beteiligung.

- 14** Haben Sie weitere Anmerkungen zum Thema PE/VC-Finanzierung?
-
-
-

Vielen Dank für Ihre Bemühungen!

Wenn Sie die Ergebnisse der Studie kostenlos per Email erhalten möchten, geben Sie bitte Ihre Email-Adresse an:

Literaturverzeichnis

- Amess, K., The Effect of Management Buyouts on Firm-Level Technical Inefficiency: Evidence From a Panel of UK Machinery and Equipment Manufacturers, *The Journal of Industrial Economics*, Vol. LI, March 2003, pp. 35-44.
- Belke, A., Fehn, R., Foster, N., Does Venture Capital Investment Spur Employment Growth?, University of Vienna, Department of Economics, Working Paper No. 0303, 2003.
- Bernegger, H., Hammer, Th., Jud, Th., Krahwinkler, J., Vergleichsstudie zu internationalen Bewertungs- und Reporting Standards für PE/VC Fonds und zur österreichischen Praxis, im Auftrag der Austrian Wirtschaftsservice GmbH, Wien, Juni 2005A.
- Bernegger, H., Hammer, Th., Jud, Th., Krahwinkler, J., Empfehlungen zu Standards für Bewertung und Reporting von PE Fonds in Österreich, im Auftrag der Austrian Wirtschaftsservice GmbH, Wien, September 2005B.
- Blundell, R., Costa Dias, M., Alternative Approaches to Evaluation in Empirical Microeconomics, CeMMAP working paper CWP 10/02, 2002.
- Bottazzi, L., Da Rin, M., Venture capital in Europe and the financing of innovative companies, European venture capital, *Economic Policy*, April 2002, pp. 231-269.
- Busenitz, L.W., Moesel, D.D., Fiet, J.O., The Impact of Post-Funding Involvement by Venture Capitalists on Long-Term Performance Outcomes, *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 1997.
- Burg, U. von, Kenney, M., Venture capital and the birth of the local area networking industry, *Research Policy*, 29, 2000, pp. 1135-1155.
- BVCA, The Economic Impact of Private Equity in the UK, 2002.
- BVCA, The Economic Impact of VCTs in the UK, 2003.
- Bygrave, W.D., Hay, M., Lopez-Garcia, P., Reynolds, P.D., The Global Entrepreneurship Monitor (GEM) Model for Economic Growth: A Study of Venture Capital in 19 Nations, *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 2001.
- Bygrave, W.D., Lange, J., Kotha, R.R. and Stock, W., Venture capital investments and the growth of revolutionary new industries, in Bygrave, W.D., Autio, E., Brush, C.G., Davidsson, P., Greene P. G, Reynolds, P.D., and Sapienza, H.J., (eds), *Frontiers of Entrepreneurship Research, Proceedings of the Babson Kauffman Conference on Entrepreneurship Research* (Wellesley, MA: Babson College), 2001, S. 523 – 535.
- Carpenter, R.E., Petersen, B.C., Capital Market Imperfections, High-Tech Investment, and New Equity Financing, *The Economic Journal*, 112, February 2002, pp. 54-72.
- Engel, D., The Impact of Venture Capital of Firm Growth: An Empirical Investigation, ZEW Discussion Paper No. 02-02, 2002.

- Engel, D., Höheres Beschäftigungswachstum durch Venture Capital?, *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, Lucius & Lucius, Vol. 223/1, Stuttgart, 2003, S. 1-22.
- Engel, D., Keilbach, M., Firm Level Implications of Early Stage Venture Capital Investment – An Empirical Investigation, ZEW Discussion Paper No. 02-82.
- European Commission, Raising EU R&D Intensity – Improving the Effectiveness of Public Support Mechanisms for Private Sector Research and Development, Risk Capital Measures, Report to the European Commission by an independent Expert Group, Brussels, 2003A.
- European Commission, 2003 European Innovation Scoreboard, Commission Staff Working Paper, 13 November, 2003B.
- Europäische Kommission, Umsetzung de Lissabon-Programms der Gemeinschaft: Die Finanzierung des Wachstums von KMU – Der besondere Beitrag Europas, KOM(2006) 349 endgültig, Brüssel, 2006.
- EVCA, Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe, Research Paper, January 2001.
- EVCA, Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe, Research Paper, June 2002.
- EVCA, Benchmarking European Tax & Legal Environments, Benchmark Paper, March 2003.
- EVCA, Yearbook 2006, Zaventem, 2006.
- Gloden, A., Jud, Th., Peneder, M., Empirische Untersuchung und Ergebnisse zur Wirkung von Private Equity und Venture Capital auf die Unternehmensentwicklung, im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Arbeit, Wien, 2004.
- Gompers, P., Lerner, J., *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, Cambridge, MA, 1999.
- Gompers, P., Lerner, J., *The Money of Invention – How Venture Capital Creates new Wealth*, Harvard Business School Publishing, Boston, MA, 2001.
- Gompers, P., Lerner, J., *The Venture Capital Revolution*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 15(2), 2001, pp. 145-168.
- Grabherr, O., Finanzierungen mit Private Equity und Venture Capital, in: Kofler, G. und Polster-Grüll, B., (Hrsg), *Private Equity und Venture Capital*, Linde Verlag, Wien, 2006.
- Grabenwarter, U., Weidig, T. *Exposed to the J-curve – Understanding and Managing Private Equity Funds Investments*, Euromoney Books, London, 2005.
- Hartmann – Wendels, T., Pfingsten, A., Weber, M., *Bankbetriebslehre*, Springer, Berlin, 1998.

Heckman, J.J., LaLonde, R.J., Smith J.A., The Economics and Econometrics of Active Labor Market Programs, in Ashenfelter A., Card, D. (eds), Handbook of Labor Economics, Vol. 3, 1999, S. 1865-2097.

Hofer, G., Venture Capital Investments. The Importance of Support Provided by Venture Capitalists, Dissertation an der WU-Wien, Wien, August 2005.

Jeng, L.A., Wells, P.C., The determinants of venture capital funding: evidence across countries, Journal of Corporate Finance, 6, 2000, pp. 241-289.

Jud, T., Private Equity und Venture Capital und seine Entwicklung in Österreich , in: Kofler, G., Polster-Grüll, B., Private Equity und Venture Capital, Linde Verlag, Wien, 2003, S. 25-47.

Keuschnigg, Ch., Nielsen, S., B., Start-Ups, Venture Capitalists and the Capital Gains Tax, Journal of Public Economics 88, 2004, pp. 1011-1042.

Kortum, S., Lerner, J., Assessing the contribution of venture capital to innovation, The Rand Journal of Economics, Vol. 31, No.4, Winter 2000, pp. 674-692.

Manigart, S., Van Hyfte, W., Post-Investment Evolution of Belgian Venture Capital Backed Companies: An Empirical Study, Frontiers of Entrepreneurship Research, 1999.

NVCA, Measuring the Importance of Venture Capital and Its Benefits to the United States Economy, 2002.

OECD, Synthesis Report: Venture Capital Trends and Policies, 2003

Parlamentarischer Finanzausschuss, Bericht des Finanzausschusses über die Regierungsvorlage (1558 der Beilagen), Wien, 2006.

Peneder, M., Eine Neubetrachtung des 'Österreich-Paradoxon', WIFO-Monatsberichte, 74 (12), 2001A, pp. 737-748.

Peneder, M., Wirtschaftliche Entwicklung und Strukturwandel in Österreich aus heutiger Sicht, in: Pichler, R. (Hg), Innovationsmuster in der österreichischen Wirtschaftsgeschichte, StudienVerlag, Innsbruck, 2003, pp. 26-40.

Peneder, M., Venture Capital: Ergebnisse internationaler Wirkungsanalysen, WIFO-Monatsberichte, 79 (3), 2006, S. 161-172.

Peneder, M., Wieser, R., Der österreichische Markt für Private Equity und Venture Capital, WIFO, Wien, 2002.

Peneder, M., Wieser, R., Private Equity und Venture Capital. Theoretische Grundlagen und Institutionelle Rahmenbedingungen, Wirtschaftspolitische Blätter 49 (4), 2002, S. 427-336.

Plattform Innovation, Synthesebericht und Berichte der Arbeitsgruppen, Joanneum Research Forschungsgesellschaft mbH, im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Arbeit, Wien, 2005.

RTF, Ratsempfehlung zur Gründungs- und Wachstumsfinanzierung, Rat für Forschung und Technologieentwicklung, Wien, 2005.

Rubin, D.B., Assignment to Treatment Group on the Basis of Covariate, *Journal of Educational Statistics*, Vol. 2 (1), 1977, S. 1-26.

Schertler, A., Venture-Capital-Investitionen in Deutschland: Welche Rolle spielten staatliche Fördermaßnahmen? *Die Weltwirtschaft* (1), 2001, pp. 99–115.

Schertler, A., Dynamic Efficiency and Path Dependencies in Venture Capital Markets, *Kieler Studien* 327, Springer, Berlin, 2003.

Schumpeter, J.A., Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 4. Aufl., Duncker & Humblot, Berlin, 1911/1934.

Sharma, S., Applied Multivariate Techniques, Wiley & Sons, New York, 1996.

Stadler, W. (Hrsg.) , Beteiligungsfinanzierung. Neues Chancenkapital für Unternehmen, MANZ, Wien, 1999.

Storey, D.J., Understanding the Small Business Sector, Thomson, London, 1994.

Suchman, M.C., Steward, D.J., Westfall, C.A, The Legal Environment of Entrepreneurship: Observations on the Legitimation of Venture Finance in Silicon Valley, in: Bird-Schoonhoven, C., Romanelli, E., *The Entrepreneurship Dynamic*, Stanford University Press, Stanford CA, 2001, pp. 349-382.

Tykrová, T., Venture Capital in Germany and its Impact on Innovation (August 2000), Paper presented at the 2000 EFMA Conference in Athens, June 2000.

Wang, C.K., Wang K., Lu Q., Do Venture Capitalists Add Value? A Comparative Study Between Singapore and US, *Applied Financial Economics*, 12, 2002, pp. 581-588.