

# WIFO

1030 WIEN, ARSENAL, OBJEKT 20  
TEL. 798 26 01 • FAX 798 93 86

IM  
PRO  
VEO



**KPMG**  
cutting through complexity

## ÖSTERREICHISCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

### **Risikokapital in Österreich Angebots- und nachfrageseitige Erklärungen der geringen Ausprägung und Empfehlungen zu ihrer Überwindung**

**Thomas Jud (Projektleitung, Improveo),  
Jürgen Marchart (AVCO),  
Klaus S. Friesenbichler, Michael Peneder (WIFO),  
Stefan Haslinger (KPMG)**

Wissenschaftliche Assistenz: Elisabeth Neppl-Oswald,  
Anna Strauss (WIFO), Judith Greiner (AVCO)

**April 2013**

## Risikokapital in Österreich

### Angebots- und nachfrageseitige Erklärungen der geringen Ausprägung und Empfehlungen zu ihrer Überwindung

Thomas Jud (Projektleitung, Improveo), Jürgen Marchart (AVCO),  
Klaus S. Friesenbichler, Michael Peneder (WIFO), Stefan Haslinger (KPMG)

April 2013

Improveo Beratungs-GmbH, Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, KPMG Alpen-Treuhand AG Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft  
Im Auftrag von Bundesministerium für Wirtschaft, Familie und Jugend und austria wirtschaftsservice gesellschaft mbH

Wissenschaftliche Assistenz: Elisabeth Neppl-Oswald, Anna Strauss (WIFO), Judith Greiner (AVCO)

#### Inhalt

Risikokapital spielt im nationalen Innovationssystem eine wichtige Rolle und ist insbesondere für die Finanzierung innovativer, wachstumsorientierter Klein- und Mittelbetriebe wichtig. Der Risikokapitalmarkt schrumpft im Gefolge der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise sowohl auf europäischer Ebene als auch in Österreich deutlich. In Österreich zeigen sich bislang keine Erholungstendenzen. Dadurch haben vor allem junge, innovative Klein- und Mittelbetriebe in der Frühphasenfinanzierung Schwierigkeiten. Dieses Problem ist in Österreich umso schwerwiegender, als der Risikokapitalmarkt bereits vor der Krise unterentwickelt war. Vor diesem Hintergrund werden die Funktionsweise und die Dynamik von Risikokapital erläutert und gesellschaftsrechtliche sowie regulatorische Handlungsempfehlungen abgeleitet.

Rückfragen: [Klaus.Friesenbichler@wifo.ac.at](mailto:Klaus.Friesenbichler@wifo.ac.at)

2013/094/S/WIFO-Projektnummer: 2212

© 2013 Improveo Beratungs-GmbH, Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, KPMG Alpen-Treuhand AG Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft

Medieninhaber (Verleger), Herausgeber und Hersteller: Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung,  
1030 Wien, Arsenal, Objekt 20 • Tel. (+43 1) 798 26 01-0 • Fax (+43 1) 798 93 86 • <http://www.wifo.ac.at/> • Verlags- und Herstellungsort: Wien

Verkaufspreis: 70,00 € • Kostenloser Download: <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46677>



# **Risikokapital in Österreich Angebots- und Nachfrageseitige Erklärungsfaktoren für die geringe Ausprägung (Risikokapital in Österreich)**

**Studie im Auftrag von**

**Wien, April 2013**

Diese Studie wurde durchgeführt von

**IMPROVEO  
Beratungs-GmbH**

**Thomas Jud, Projektleitung**

Erdbergstraße 82/4, 1030 Wien  
Email: t.jud@improveo.at



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

**Jürgen Marchart**

Lothringerstraße 12, 1030 Wien  
Email: juergen.marchart@avco.at



**KPMG Alpen-Treuhand AG  
Wirtschaftsprüfungs- und  
Steuerberatungsgesellschaft**

**Stefan Haslinger**

Porzellangasse 51, 1090 Wien  
Email: shaslinger@kpmg.at



**Österreichisches Institut für  
Wirtschaftsforschung**

**Klaus Friesenbichler  
Michael Peneder**

Arsenal, Objekt 20, Postfach 91, 1030 Wien  
Email: klaus.friesenbichler@wifo.ac.at  
Email: michael.peneder@wifo.ac.at



# ***Inhaltsverzeichnis***

<b><i>Anmerkung der Redaktion</i></b> .....	<b>11</b>
<b><i>Executive Summary</i></b> .....	<b>11</b>
<b>1 <i>Einleitung</i></b> .....	<b>19</b>
<b>2 <i>Risikokapital – Begriffsdefinition und Abgrenzung des Untersuchungsgegenstandes</i></b> .....	<b>21</b>
<b>3 <i>Wie Risikokapital funktioniert und welche Faktoren dazu notwendig sind</i></b> .....	<b>26</b>
<b>3.1 <i>Die wesentlichen Aufgaben von Risikokapital</i></b> .....	<b>26</b>
<b>3.2 <i>Das Funktionsmodell von Risikokapital</i></b> .....	<b>27</b>
3.2.1 <i>Risikokapitalfonds und Fondsmanagement</i> .....	27
3.2.2 <i>Investoren</i> .....	28
3.2.3 <i>Risikokapitalinvestitionen in KMU</i> .....	29
3.2.4 <i>Exit</i> .....	29
<b>3.3 <i>Wesentliche Einflussfaktoren auf das Funktionsmodell von Risikokapital</i></b> .....	<b>30</b>
3.3.1 <i>Fondsmanagement</i> .....	31
3.3.2 <i>Fondsstrukturen</i> .....	35
3.3.3 <i>Regulatorisches Umfeld für Investitionen in Risikokapital</i> .....	39
3.3.4 <i>Der Markt für Investitionen in Risikokapitalfonds</i> .....	40
3.3.5 <i>Der Markt für Risikokapitalinvestitionen in Unternehmen (Beteiligungsmarkt)</i> .....	42
3.3.6 <i>Exitmarkt</i> .....	45
<b>3.4 <i>Zusammenfassung der Ergebnisse</i></b> .....	<b>46</b>
<b>4 <i>Risikokapitalinvestoren und ihre Instrumente entlang des Entwicklungszyklus von Unternehmen</i></b> .....	<b>47</b>
<b>4.1 <i>Die unterschiedlichen Phasen des unternehmerischen Entwicklungszyklus</i></b> .....	<b>47</b>
4.1.1 <i>Frühphasen oder „Early Stages“</i> .....	48
4.1.2 <i>Die „Späteren Phasen“ oder „Later Stages“ bzw. „Expansion Stages“</i> .....	49
<b>4.2 <i>Überblick über die Instrumente der Unternehmensfinanzierung</i></b> .....	<b>50</b>
4.2.1 <i>Kredite und Darlehen</i> .....	51
4.2.2 <i>Mezzanin oder Mezzaninkapital</i> .....	52
4.2.3 <i>Unbesicherte und Nachrangige Darlehen</i> .....	52
4.2.4 <i>Partiarische Darlehen</i> .....	53
4.2.5 <i>Stille Beteiligungen</i> .....	53
4.2.6 <i>Eigenkapital</i> .....	54
<b>4.3 <i>Die unterschiedlichen Kapitalgeber zur Finanzierung der Unternehmensentwicklung</i></b> .....	<b>54</b>
4.3.1 <i>Unternehmer, Familie und Freunde</i> .....	55
4.3.2 <i>Business Angels</i> .....	55

4.3.3	Venture Capital Geber .....	56
4.3.4	Private Equity Investoren.....	57
4.3.5	Mezzaninkapitalinvestoren .....	57
4.3.6	Banken als Kreditgeber.....	58
<b>4.4</b>	<b>Zusammenfassung der Ergebnisse .....</b>	<b>59</b>
<b>5</b>	<b><i>Darstellung der Entwicklung des österreichischen Risikokapitalmarktes im internationalen Vergleich.....</i></b>	<b>61</b>
<b>5.1</b>	<b>Österreichischer Risikokapitalmarkt .....</b>	<b>61</b>
5.1.1	Investments .....	62
5.1.2	Fundraising .....	82
5.1.3	Modellberechnung – verfügbares Kapital .....	85
5.1.4	Markt-Teilnehmer.....	90
5.1.5	Zusammenfassung der Ergebnisse .....	92
<b>5.2</b>	<b>Exemplarische Risikokapitalmärkte .....</b>	<b>93</b>
5.2.1	Schweiz .....	93
5.2.2	Deutschland.....	94
5.2.3	Belgien .....	95
<b>5.3</b>	<b>Zusammenfassung der Ergebnisse .....</b>	<b>97</b>
<b>6</b>	<b><i>Standortfaktoren im internationalen Vergleich.....</i></b>	<b>98</b>
<b>6.1</b>	<b>Die Rahmenbedingungen: Produktivität, Finanzsystem und Regulierung.....</b>	<b>100</b>
<b>6.2</b>	<b>Das Innovationssystem und die Branchenstrukturen .....</b>	<b>104</b>
<b>6.3</b>	<b>Die Unternehmensdynamik .....</b>	<b>108</b>
<b>6.4</b>	<b>Ein Strukturvergleich mit ausgewählten Vergleichsländern .....</b>	<b>112</b>
<b>6.5</b>	<b>Zusammenfassung der Ergebnisse .....</b>	<b>116</b>
<b>7</b>	<b><i>Analyse des Investitionsverhaltens von Investoren in Risikokapitalfonds .....</i></b>	<b>118</b>
<b>7.1</b>	<b>Investitionskriterien und Investitionsverhalten .....</b>	<b>119</b>
<b>7.2</b>	<b>Der Österreichische Risikokapitalmarkt im internationalen Kontext.....</b>	<b>123</b>
7.2.1	Entscheidungskriterien von Fondsinvestoren .....	123
7.2.2	Die aktuelle Situation und zu erwartende Trends für die Zukunft .....	124
<b>7.3</b>	<b>Zusammenfassung der Ergebnisse .....</b>	<b>125</b>
<b>8</b>	<b><i>Quantitative Darstellung österreichischer Fondsmanager im internationalen Vergleich.....</i></b>	<b>126</b>
<b>8.1</b>	<b>Fragebogenerhebung.....</b>	<b>126</b>
<b>8.2</b>	<b>Empirische Ergebnisse der Befragung .....</b>	<b>126</b>
8.2.1	Rechtliche Struktur.....	126
8.2.2	Fundraising/Investoren-Basis .....	129
8.2.3	Investmentaktivitäten.....	132

8.2.4	Corporate Governance .....	135
8.2.5	Team & Remunerierung .....	136
<b>8.3</b>	<b>Interpretation der Ergebnisse und Vergleich mit der internationalen Situation .....</b>	<b>138</b>
8.3.1	Rechtliche Struktur .....	138
8.3.2	Fundraising/Investoren-Basis .....	139
8.3.3	Investmentaktivitäten.....	139
8.3.4	Corporate Governance .....	139
8.3.5	Team und Remunerierung .....	139
<b>8.4</b>	<b>Zusammenfassung der Ergebnisse .....</b>	<b>140</b>
<b>9</b>	<b><i>Steuerliche Situation für Risikokapital in Österreich im internationalen Vergleich.....</i></b>	<b>141</b>
<b>9.1</b>	<b>Bestehende Fondsstrukturen in Österreich im internationalen Vergleich.....</b>	<b>141</b>
9.1.1	Die Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft (MFG) .....	142
9.1.2	Die österreichische Kapitalgesellschaft .....	145
9.1.3	Die österreichische vermögensverwaltende Personengesellschaft .....	146
<b>9.2</b>	<b>Steuerliche Rahmenbedingungen für Portfoliounternehmen im internationalen Vergleich.....</b>	<b>147</b>
<b>9.3</b>	<b>SICAR als Beispiel für Risikokapitalfondsstrukturen .....</b>	<b>149</b>
<b>9.4</b>	<b>Zusammenfassung der Ergebnisse .....</b>	<b>150</b>
<b>10</b>	<b><i>Durchsicht der aus Förderinstrumente .....</i></b>	<b>151</b>
<b>10.1</b>	<b>Überblick und Einschätzung des risikokapitalrelevanten Angebotes an Förderung für JTU .....</b>	<b>151</b>
10.1.1	Kredite .....	152
10.1.2	Zuschüsse .....	153
10.1.3	Haftungen und Garantien .....	155
10.1.4	Service- und Dienstleistungen .....	156
10.1.5	Spezifische Risikokapitalinitiativen .....	157
<b>10.2</b>	<b>Zusammenfassung der Ergebnisse .....</b>	<b>160</b>
<b>11</b>	<b><i>Erfassung und Beschreibung wesentlicher Investmentkriterien von Risikokapitalgebern .....</i></b>	<b>162</b>
<b>11.1</b>	<b>Entscheidungskriterien für die Investition von Risikokapital.....</b>	<b>163</b>
<b>11.2</b>	<b>Investitionskriterien und Investitionsverhalten österreichischer Risikokapitalgeber .....</b>	<b>167</b>
11.2.1	Entscheidungskriterien österreichischer Beteiligungsgeber .....	167
11.2.2	Hemmnisse für die Frühphasen- und Wachstumsfinanzierung durch Risikokapital.....	169
<b>11.3</b>	<b>Deal Flow österreichischer RK-Geber und Aufschlüsse, die man daraus über das Marktpotential gewinnen kann .....</b>	<b>170</b>

11.4	Zusammenfassung der Ergebnisse .....	172
<b>12</b>	<b><i>Erfassung der Auswirkung und des Einflusses von Risikokapitalfinanzierungen auf das Wachstum und die Innovationsleistung von Beteiligungsunternehmen .....</i></b>	<b>174</b>
12.1	Fragebogenerhebung.....	174
12.2	Allgemeine Charakterisierung der Unternehmen mit Risikokapitalbeteiligung .....	174
12.3	Motive und Finanzierungspartner.....	176
12.4	Das Geschäftsmodell .....	178
12.5	Innovationsverhalten .....	181
12.6	Risikokapital-Impact .....	183
12.7	Zusammenfassung der Ergebnisse .....	183
<b>13</b>	<b><i>Erfassung und Beschreibung von Hemmnissen für die Finanzierung von Frühphasen- und von Wachstumsunternehmen .....</i></b>	<b>185</b>
13.1	Frühphasenfinanzierungen .....	185
13.2	Hemmnisse aus Unternehmenssicht .....	186
13.2.1	Zu wenige nationale Risikokapitalfonds in Österreich .....	186
13.2.2	Mangelndes Interesse internationaler Risikokapitalfonds an österreichischen KMU .....	187
13.2.3	Investmentvolumen .....	188
13.2.4	Due Diligence und Dealkosten .....	189
13.3	Zusammenfassung der Ergebnisse .....	190
<b>14</b>	<b><i>Auswertung der österreichischen Exitsituation im internationalen Vergleich.....</i></b>	<b>191</b>
14.1	Exitsituation .....	191
14.2	Zusammenfassung der Ergebnisse .....	194
14.3	Ausblick.....	194
<b>15</b>	<b><i>AIFMD und mögliche Konsequenzen aus der nationalen Umsetzung.....</i></b>	<b>196</b>
15.1	Mehrwert von AIFMD aus Sicht der Risikokapitalgeber .....	196
15.2	Gültigkeitsbereich und Ausnahmen von der Regulierung .....	197
15.3	Regulierungsumfang .....	198
15.3.1	Zulassungsprozedere .....	199
15.3.2	Kapitalanforderungen.....	199
15.3.3	Geschäftsordnung .....	199
15.3.4	Organisatorische Regelungen .....	200
15.3.5	Transparenzerfordernisse .....	200
15.4	Zu erwartende Auswirkungen auf Österreich .....	201



<b>16</b>	<b><i>Abschätzung möglicher Konsequenzen durch die europaweite Einführung eines "European Passport for Venture Capital Funds" .....</i></b>	<b>204</b>
16.1	<b>Die Regulation on European Venture Capital Funds (R-EUVECA) .....</b>	<b>204</b>
16.2	<b>Wirkungsbereich &amp; relevante Bestimmungen .....</b>	<b>204</b>
16.2.1	Wirkungsbereich .....	204
16.2.2	Portfolio-Zusammensetzung .....	205
16.2.3	Investoren .....	205
16.2.4	Leverage .....	206
16.2.5	Manager .....	206
16.2.6	Depotbankpflicht .....	206
16.2.7	Wohlverhaltensregeln („Conduct of Business“) .....	206
16.2.8	Marketing .....	207
16.2.9	Transparenz .....	207
16.3	<b>Ein Überblick über die österreichische Situation .....</b>	<b>207</b>
16.3.1	Experteninterviews .....	208
16.4	<b>Zu erwartende Auswirkungen auf Österreich .....</b>	<b>208</b>
<b>17</b>	<b><i>Bedeutung risikokapitalstimulierender Maßnahmen im Rahmen des CIP .....</i></b>	<b>210</b>
17.1	<b>Das Grundkonzept von GIF .....</b>	<b>211</b>
17.2	<b>Wesentliche Aspekte der Implementierungsrichtlinien und ihre Bedeutung .....</b>	<b>212</b>
17.3	<b>Risikokapitalaktivitäten die von GIF in Österreich ausgelöst wurden .....</b>	<b>213</b>
17.4	<b>Ausblick auf die geplanten CIP-Nachfolgeaktivitäten 2014 – 2020 .....</b>	<b>214</b>
17.5	<b>Zusammenfassung der Ergebnisse .....</b>	<b>215</b>
<b>18</b>	<b><i>Ein Resümee aus den Ergebnissen der Studie .....</i></b>	<b>216</b>
<b>19</b>	<b><i>Literaturverzeichnis .....</i></b>	<b>220</b>
	<b><i>Anhänge .....</i></b>	<b>226</b>

## **Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1 Funktionsmodell von Risikokapital .....	27
Abbildung 2 Wesentliche Einflussfaktoren auf das Funktionsmodell von Risikokapital .....	30
Abbildung 3 Instrumente der Unternehmensfinanzierung .....	51
Abbildung 4 Unternehmerische Entwicklungsphasen und ihre Investoren.....	59
Abbildung 5 Industrie-Statistik, Fonds mit Sitz in Europa vs. Österreich; Investmentvolumen in % vom BIP 2000-2011. Dies inkludiert Investitionen von Risikokapitalgebern mit Sitz in Europa/Österreich aus allen Risikokapital-Segmenten .....	63
Abbildung 6 Markt-Statistik, Portfoliounternehmen mit Sitz in Europa vs. Österreich; Investmentvolumen in % am BIP, 2007-2011 .....	63
Abbildung 7 Investmentvolumen Venture Capital in % am BIP von Portfoliounternehmen mit Sitz in Österreich vs. Europa 2007-2011.....	64
Abbildung 8 Syndizierte vs. nicht syndizierte Investments von österreichischen und internationalen Fonds bei Portfoliounternehmen mit Sitz in Österreich.....	64
Abbildung 9 Nicht syndizierte Frühphasen- Investments von internationalen Fonds bei Portfoliounternehmen mit Sitz in Österreich; F - Frankreich, D - Deutschland, NL - Niederlande, CH - Schweiz, UK - Großbritannien. 65	
Abbildung 10 Syndizierungen von österreichischen und internationalen Fonds bei Portfoliounternehmen mit Sitz in Österreich, AT - Österreich, DK - Dänemark, F -Frankreich, D - Deutschland, IT - Italien, IE - Irland, NL - Niederlande, CH - Schweiz, UK - Großbritannien, US - Vereinigte Staaten von Amerika. ....	65
Abbildung 11 Industrie-Statistik, Investmentvolumen Risikokapital gesamt %-Anteil am BIP von Fonds mit Sitz in Europa 2011, Länderranking .....	66
Abbildung 12 Industrie-Statistik, Investmentvolumen Venture Capital %-Anteil am BIP von Fonds mit Sitz in Europa 2011, Länderranking .....	66
Abbildung 13 Markt-Statistik, Investmentvolumen Risikokapital gesamt %-Anteil am BIP in Unternehmen mit Sitz in Europa 2011, Länderranking .....	67
Abbildung 14 Markt-Statistik, Investmentvolumen Venture Capital gesamt %-Anteil am BIP in Unternehmen mit Sitz in Europa 2011, Länderranking .....	67
Abbildung 15 Nicht syndizierte Frühphasen-Investments von internationalen Fonds bei Portfoliounternehmen mit Sitz in Österreich; F - Frankreich, D - Deutschland, NL - Niederlande, CH - Schweiz, UK – Großbritannien .....	68
Abbildung 16 Fonds mit Sitz in Europa vs. Österreich, Investmentvolumen in € Mio., 2000-2011. Dies inkludiert Investitionen von Risikokapitalgebern mit Sitz in Europa/Österreich aus allen Risikokapital-Segmenten, 2000-2011.....	70
Abbildung 17 Portfoliounternehmen mit Sitz in Europa vs. Österreich, Investmentvolumen in € Mio., 2007-2011 .....	70
Abbildung 18 Investments nach Unternehmensphasen von Fonds mit Sitz in Österreich in %, Mio. Euro in der Balkenbeschriftung genannt, 2007-2011 („Expansion“, „Later stage“ und „Growth“ wurden mit Einführung des PEREP-Tools 2007 neu definiert).....	71
Abbildung 19 Investments nach Unternehmensphasen von Portfoliounternehmen in %, Mio. Euro in der Balkenbeschriftung genannt, mit Sitz in Österreich, 2007-2011 .....	71
Abbildung 20 Investments nach Unternehmensphasen von Fonds mit Sitz in Europa %, Mio. Euro in der Balkenbeschriftung genannt, 2000-2011 .....	71
Abbildung 21 Investments nach Unternehmensphasen von Portfoliounternehmen mit Sitz in Europa %, Mio. Euro in der Balkenbeschriftung genannt, 2007-2011.....	72

Abbildung 22 Venture Capital-Investments von Fonds mit Sitz in Österreich in € Mio. ....	73
Abbildung 23 Venture Capital-Investments von Portfoliounernehmen mit Sitz in Österreich in € Mio. ....	73
Abbildung 24 Venture Capital-Investments von Fonds mit Sitz in Europa in € Mio. ....	74
Abbildung 25 Venture Capital-Investments von Portfoliounernehmen mit Sitz in Europa in € Mio. ....	74
Abbildung 26 Investments von Fonds mit Sitz in Österreich nach Branchen 2011, Anteil in % vom Investmentvolumen .....	75
Abbildung 27 Top 5 Investmentbranchen 2011 von Fonds mit Sitz in Österreich im Zeitverlauf, Anteil in % vom Investmentvolumen .....	75
Abbildung 28 Investments in Portfoliounernehmen mit Sitz in Österreich nach Branchen, Anteil in % vom Investmentvolumen, 2011 .....	76
Abbildung 29 Top 5 Investmentbranchen 2011 von Portfoliounernehmen mit Sitz in Österreich, Anteil in % vom Investmentvolumen, im Zeitverlauf .....	76
Abbildung 30 Investments von Fonds mit Sitz in Europa nach Branchen, Anteil in % vom Investmentvolumen, 2011 .....	77
Abbildung 31 Top 5 Investmentbranchen 2011 von Fonds mit Sitz in Europa, Anteil in % vom Investmentvolumen, im Zeitverlauf .....	77
Abbildung 32 Investments in Portfoliounernehmen mit Sitz in Europa nach Branchen, Anteil in % vom Investmentvolumen in %, 2011 .....	78
Abbildung 33 Top 5 Investmentbranchen 2011 von Portfoliounernehmen mit Sitz in Europa, Anteil in % vom Investmentvolumen, im Zeitverlauf .....	78
Abbildung 34 Initial und Follow-on Investments von Fonds mit Sitz in Österreich, Volumen .....	79
Abbildung 35 Initial und Follow-on Investments von Fonds mit Sitz in Österreich, Anzahl der Unternehmen .....	80
Abbildung 36 Initial und Follow-on Investments von Portfoliounernehmen mit Sitz in Österreich, Gesamtvolumen .....	80
Abbildung 37 Initial und Follow-on Investments von Portfoliounernehmen mit Sitz in Österreich, Anzahl der Unternehmen .....	80
Abbildung 38 Initial und Follow-on Investments von Fonds mit Sitz in Europa, Gesamtvolumen .....	81
Abbildung 39 Initial und Follow-on Investments von Fonds mit Sitz in Europa, Anzahl der Unternehmen .....	81
Abbildung 40 Initial und Follow-on Investments von Portfoliounernehmen mit Sitz in Europa, Gesamtvolumen .....	81
Abbildung 41 Initial und Follow-on Investments von Portfoliounernehmen mit Sitz in Europa, Anzahl der Unternehmen .....	82
Abbildung 42 Fundraisingvolumen von Fonds mit Sitz in Europa vs. Österreich in € Mio. ....	83
Abbildung 43 Fundraising nach Investoren von Fonds mit Sitz in Europa, Anteil in % vom Fundraisingvolumen	83
Abbildung 44 Fundraising nach Investoren von Fonds mit Sitz in Österreich, Anteil in % vom Fundraisingvolumen .....	84
Abbildung 45 Final Closings von Independent Fonds mit Sitz in Österreich in € Mio. ....	85
Abbildung 46 Final Closings von Independent Fonds mit Sitz in Europa in € Mio. ....	85
Abbildung 47 Risikokapitalinvestments von Fonds mit Sitz in Österreich inklusive Modellberechnungen für Investments für PE insgesamt und VC .....	88
Abbildung 48 VC-Investments von Fonds mit Sitz in Österreich inklusive Modellberechnung für Investments ...	88
Abbildung 49 PE- und VC-Quoten im internationalen Vergleich ( in % des BIP) .....	99
Abbildung 50 Produktivität, Marktkapitalisierung börsen gelisteter Firmen und Risikokapital .....	101
Abbildung 51 Risikokapital in bank- und markt basierten Finanzsystemen .....	102
Abbildung 52 Eigenkapitalquoten im internationalen Vergleich .....	103

Abbildung 53 Index der Regulierungshemmnisse in der Risikokapitalbranche und Risikokapital als Anteil am BIP .....	104
Abbildung 54 Risikokapital als Anteil am BIP, Humanressourcen und Stärke des Forschungssystems .....	106
Abbildung 55 Risikokapital als Anteil am BIP, Innovationsaktivitäten von Unternehmen und Innovationsoutputs .....	107
Abbildung 56 Private Equity und der Wertschöpfungsanteil hochinnovativer und bildungsintensiver Branchen .....	108
Abbildung 57 Gründungsraten in der EU (2009) .....	110
Abbildung 58 Risikokapital und der Regulierungsindikator .....	112
Abbildung 59 Österreichs Innovationssystem und Risikokapital im internationalen Vergleich I .....	114
Abbildung 60 Österreichs Innovationssystem und Risikokapital im internationalen Vergleich II .....	115
Abbildung 61 Rechtsform der Fonds-Managementgesellschaft .....	127
Abbildung 62 Rechtsform der Fonds .....	128
Abbildung 63 Status der Fonds-Managementgesellschaft .....	128
Abbildung 64 Anzahl der aktuellen laufenden Fonds je Managementgesellschaft .....	129
Abbildung 65 Volumen der aktuellen laufenden Fonds .....	129
Abbildung 66 Fonds-Investments von Key Persons .....	130
Abbildung 67 Managementgesellschaft befindet sich aktuell im Fundraising .....	131
Abbildung 68 Fondsinvestoren nach Region .....	131
Abbildung 69 Fondregulierungen .....	132
Abbildung 70 Investmentfokus nach Unternehmensphasen .....	134
Abbildung 71 Investmentfokus nach Branchen .....	134
Abbildung 72 Entscheidungsgremien der Fonds .....	135
Abbildung 73 Fonds verfügt über Corporate Governance Kodex .....	135
Abbildung 74 Hurdle Rate-Vereinbarung mit Fondsinvestoren .....	136
Abbildung 75 Carried Interest-Vereinbarung mit Fondsinvestoren .....	137
Abbildung 76 Höhe des vereinbarten Carried Interest .....	137
Abbildung 77 Höhe der vereinbarten Management Fee .....	138
Abbildung 78 Branchen der befragten Unternehmen .....	175
Abbildung 79 Welche Finanzierungsanlässe haben zu Ihrer PE/VC Beteiligung geführt? .....	175
Abbildung 80 Wo sind derzeit die Hauptabsatzmärkte Ihres Unternehmens? .....	176
Abbildung 81 Gründe PE/VC anderen Finanzierungsformen vorzuziehen .....	177
Abbildung 82 Zusätzliche Finanzierungspartner in den befragten Unternehmen .....	177
Abbildung 83 Bedeutung bestimmter Faktoren für das Unternehmenswachstum .....	178
Abbildung 84 Bedeutung bestimmter Faktoren als Wachstumshemmnisse für das Unternehmen - vor der PE/VC-Finanzierung .....	179
Abbildung 85 Bedeutung bestimmter Faktoren als Wachstumshemmnisse für das Unternehmen – derzeit – .....	180
Abbildung 86 Änderungen im Unternehmen als Folge der PE/VC-Finanzierung .....	180
Abbildung 87 Innovationen der Unternehmen seit 2008 .....	182
Abbildung 88 Maßnahmen zum Schutz von Innovationen und Erfindungen in den letzten Jahren .....	182
Abbildung 89 Einfluss von PE/VC auf die Unternehmensentwicklung (Fokus Frühphase) .....	183
Abbildung 90 Hindernisse für die Aufstellung von einer PE/VC-Finanzierung .....	186
Abbildung 91 Vergleich Private Equity- vs. Venture Capital-Investments von Fonds mit Sitz in Österreich (Industrie-Statistik) vs. in Portfoliounternehmen (Markt-Statistik) mit Sitz in Österreich, 2011 .....	187

Abbildung 92 Vergleich durchschnittliche Investmenthöhe von Fonds mit Sitz in Österreich (Industrie-Statistik) und Investments in Portfoliounernehmen (Markt-Statistik) mit Sitz in Österreich, 2011.....	189
Abbildung 93 Exitvolumen von Fonds mit Sitz in Europa vs. Österreich.....	192
Abbildung 94 Exitvolumen von Portfoliounernehmen mit Sitz in Europa vs. Österreich.....	192
Abbildung 95 Exitrouten der Deinvestments von Fonds mit Sitz in Europa.....	193
Abbildung 96 Exitrouten der Deinvestments von Fonds mit Sitz in Österreich .....	194

## ***Tabellenverzeichnis***

Tabelle 1 Österreichische Risikokapitalgeber, Mitglieder des Österreichischen Dachverbandes der Private Equity und Venture Capital Industrie, AVCO .....	90
Tabelle 2 Schnell wachsende Unternehmen im internationalen Vergleich .....	111
Tabelle 3 Ausgewählte Vergleichsländer im Überblick.....	113

## ***Anmerkung der Redaktion***

Um die Lesbarkeit des nachfolgenden Textes zu erleichtern, wurden durchgehend geschlechterspezifische Termini verwendet. Alle diese Bezeichnungen, wie „Investoren“, „Beteiligungsgeber“, „Unternehmer“ etc., beziehen aber jeweils auch das andere nicht angesprochene Geschlecht mit ein.

## ***Executive Summary***

In Abstimmung mit der FTI-Strategie der Bundesregierung und vor dem Hintergrund eines rückläufigen österreichischen Risikokapitalmarktes, haben das Bundesministerium für Wirtschaft, Familie und Jugend sowie die aws die Studie „Risikokapital in Österreich – Angebots- und Nachfrageseitige Erklärungsfaktoren für die geringe Ausprägung“ in Auftrag gegeben. Ziel war es

- die Situation am österreichischen Risikokapitalmarkt im internationalen Kontext zu erfassen und zu analysieren,
- Entwicklungstrends aufzuzeigen und
- wesentliche Hemmnisse, Potentiale für die weitere Entfaltung des österreichischen Risikokapitalmarktes herauszuarbeiten.

Mit der Durchführung wurde ein Projektteam beauftragt, das nicht nur über wissenschaftliches Know-how zum Thema, sondern auch über einschlägige praktische Erfahrung verfügt. Als Grundlage für die empirischen Arbeiten dienten Sekundärdaten, die dem Team zum Teil exklusiv zur Verfügung standen sowie Expertengespräche und die Ergebnisse von zwei Fragebogenerhebungen.

### **Für die Finanzierung und Entwicklung innovativer KMU spielt Risikokapital eine große Rolle.**

Die Studie macht deutlich, dass Risikokapitalgebern eine wesentliche Rolle bei der Finanzierung und Weiterentwicklung von innovativen, wachstumsorientierten KMUs und technologieorientierten jungen Unternehmen zukommt. Die traditionelle Kreditfinanzierung steht als Finanzierungsquelle nicht zur Verfügung, weil die hohen Finanzierungsrisiken solcher Unternehmen von Kreditgebern nicht gemanagt werden können. Asymmetrische Information, adverse Selektion und das Fehlen ausreichender Sicherheiten führen zu Kreditmarktrationierung und damit zu Marktversagen.

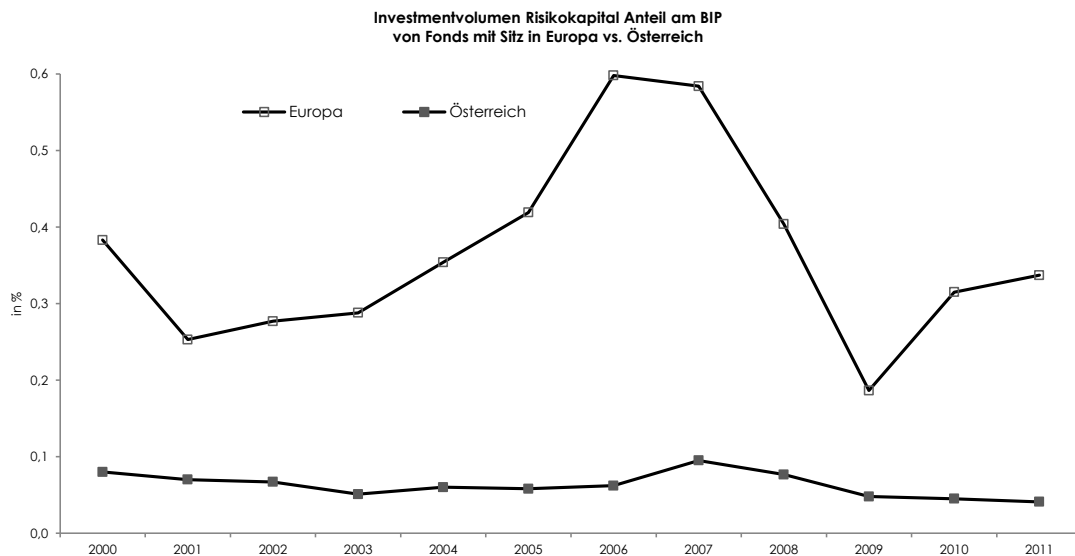
Im Gegensatz dazu können Risikokapitalgeber aufgrund ihres spezialisierten Know-hows die erfolversprechendsten Unternehmen auswählen (Selektionsfunktion) und aktiv in ihrer Entwicklung durch Informations-, Beratungs-, und Vermittlungsdienste unterstützen (Mehrwertfunktion). Darüber hinaus investieren sie Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Mittel und können dadurch auch an den oft beträchtlichen wirtschaftlichen Erfolgen der rasch wachsenden Unternehmen partizipieren (Finanzierungsfunktion).

## **Der Risikokapitalmarkt ist nicht homogen. Venture Capital bietet Kapital für junge innovative KMU, Private Equity für reifere Wachstumsunternehmen.**

Der Markt für Risikokapital ist allerdings nicht einheitlich, sondern durch eine Reihe unterschiedlicher Anbieter gekennzeichnet. Venture Capital (VC) Geber fokussieren vor allem auf die Seed-, Start-up und frühen Wachstumsphasen von innovativen Unternehmen und zählen damit zu den Frühphaseninvestoren. Anbieter von Private Equity (PE) investieren hauptsächlich in reifere Wachstumsunternehmen und entwicklungsstarke Unternehmen, die vor einer Unternehmensnachfolge stehen oder aus anderen Gründen veräußert werden. Sie zählen zu den Spätphaseninvestoren.

## **Von 2007-09 ist Risikokapital stark rückläufig und erholt sich nur langsam.**

Aufgrund der Finanz- und Wirtschaftskrise waren die Aktivitäten am europäischen wie auch auf dem österreichischen Risikokapitalmarkt insgesamt (Private Equity und Venture Capital) über die vergangenen Jahre stark rückläufig. Von 2007 bis 2009 ist das in europäische Unternehmen investierte Risikokapital (in % vom BIP) um knapp 70% und das in österreichische Unternehmen investierte sogar um fast 80% zurückgegangen. Wohingegen der europäische Markt sich über die Folgejahre bereits wieder zu erholen beginnt, zeigt der österreichische keine einheitliche Tendenz und schwankt (vgl. Abbildung 5, S. 63)<sup>1</sup>.

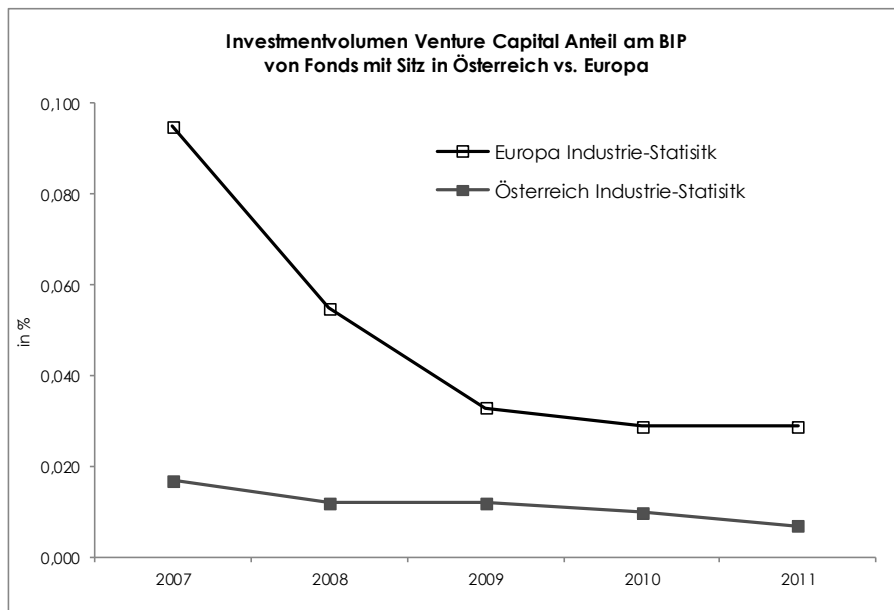


<sup>1</sup> Das hier und im Folgenden verwendete Datenmaterial stammt aus den jährlichen Datenerhebungen der EVCA und der AVCO und wurde gemeinsam mit Sonderauswertungen zu unterschiedlichen Themenstellungen für die Durchführung der vorliegenden Studie bereitgestellt.



## **VC-Investitionen heimischer Risikokapitalgeber schrumpfen kontinuierlich und zeigen keine Erholungstendenzen.**

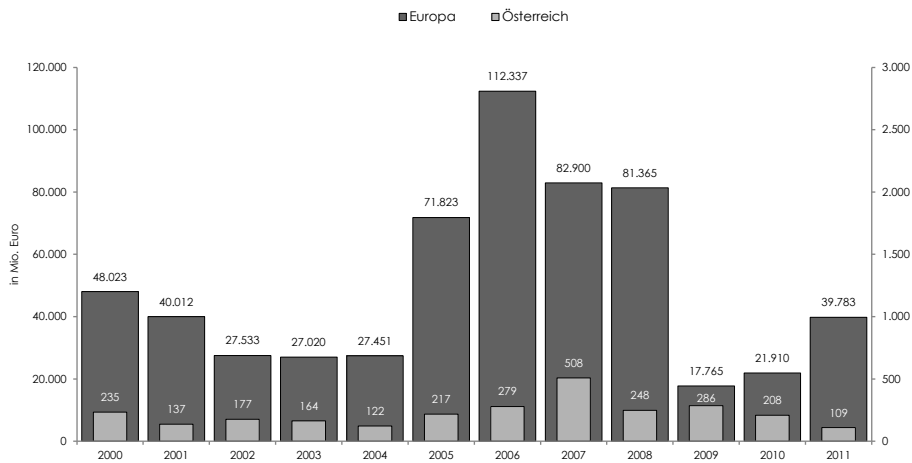
Auf europäischer Ebene entwickeln sich das VC-Segment und damit die Investitionen in innovative, wachstumsorientierte und junge Unternehmen (in % vom BIP) ganz ähnlich wie der Markt insgesamt. Von 2007 bis 2009 zeigt sich ein Einbruch der Investitionen von mehr als 65%. In Österreich schrumpfen die Investitionen zwar „nur“ um etwa 30%, der Rückgang erfolgt allerdings von einem sehr niedrigen Niveau, das 2007 weniger als 20% der europäischen Vergleichsgröße beträgt. Darüber hinaus zeigt sich bei den heimischen Risikokapitalinvestitionen ein kontinuierlicher Rückgang, der die Schere zwischen der europäischen und der österreichischen Marktentwicklung seit 2009 wieder vergrößert und keine Erholungstendenzen erkennen lässt.



## **Das Aufbringen von frischem Risikokapital hat sich ebenfalls stark rückläufig entwickelt. In Österreich zeigt sich noch keine Erholung.**

Neben den jährlichen Investitionen ist auch das jährliche „Fundraising“ ein wichtiger Indikator für die Entwicklung des Risikokapitalmarktes. Es beschreibt, wie viel an frischem Risikokapital für zukünftige Investitionen aufgebracht wurde, und zeigt damit an, wie sich der Risikokapitalmarkt mittelfristig entwickeln kann. Ähnlich wie die Risikokapitalinvestitionen zeigt auch das europäische Fundraising 2006 und 2007 seine höchsten Werte, um danach in den Jahren der Finanz- und Wirtschaftskrise um über 80% abzustürzen. Ab 2010 beginnen die Fundraisingaktivitäten allerdings bereits wieder zu steigen und liegen 2011 schon um fast 25% über dem Tiefstwert von 2009. In Österreich ist eine ähnliche Entwicklung zu betrachten, wenn auch ein wenig zeitverzögert und ohne einen Aufwärtstrend nach 2009, der das Aufbringen frischen Risikokapitals in Europa kennzeichnet (vgl. Abbildung 42, S. 83).

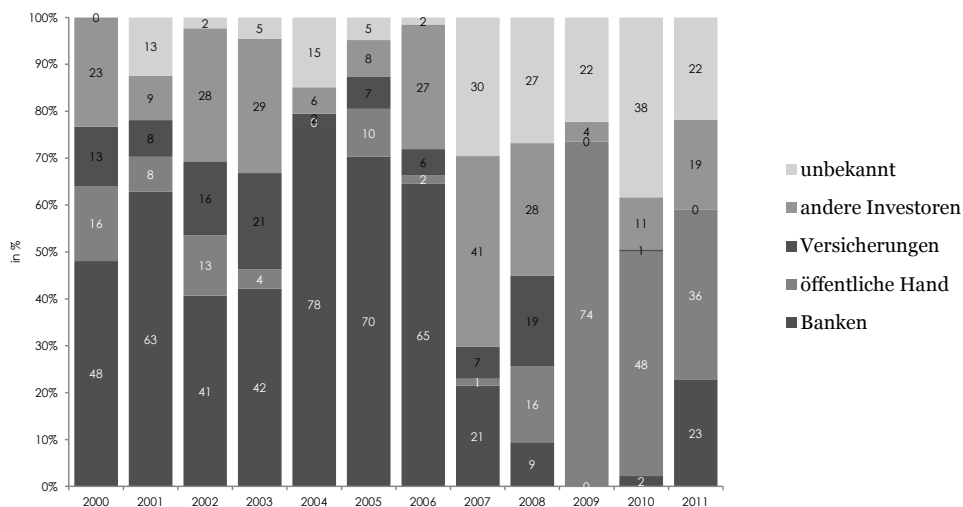
Fundraisingvolumen von Fonds mit Sitz in Europa vs. Österreich



**Banken sind als Investoren in Risikokapitalfonds auf dem Rückzug. Die öffentliche Hand erhöht ihr Engagement deutlich.**

Ein näherer Blick auf die Fundraisingzahlen in Österreich zeigt außerdem, dass sich seit 2006 die am österreichischen Markt engagierten Fondsinvestoren in ihrer Zusammensetzung radikal geändert haben. Waren die Banken in den Jahren vor der Krise die dominanten Investoren in österreichische Risikokapitalfonds mit einem Anteil am jährlich, frisch aufgebracht Kapital von bis zu 80%, so wird diese Rolle ab 2009 von der öffentlichen Hand übernommen. Sie trägt seither knapp 40% bis 75% zum jährlichen Fundraising von Risikokapital in Österreich bei. Den deutlichen Rückgang des Fundraisings von privaten Quellen konnte sie aber dennoch nicht kompensieren. Unter den Sammelbegriff „öffentliche Hand“ fallen dabei neben öffentlichen Institutionen in Österreich, wie z.B. der awfs, auch internationale Organisationen, wie der Europäische Investitionsfonds oder die Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung.

Fundraising nach Investoren von Fonds mit Sitz in Österreich



## **Eine genaue Analyse der Fundraisingzahlen liefert Aufschlüsse über die mittelfristige Marktentwicklung.**

Eine genauere Analyse der Fundraisingzahlen lohnt sich auch deshalb, weil diese die Risikokapitalinvestitionen in den Jahren enthalten, die auf das Fundraising folgen. Sie stellen damit einen sehr guten Frühindikator für die mittelfristige Marktentwicklung dar. Glättet man die Fundraisingzahlen, indem man berücksichtigt, dass das in einem Jahr frisch aufgebrauchte Kapital nicht auch zur Gänze im selben, sondern über fünf Jahre investiert wird<sup>2</sup>, erhält man einen Modellstrom an Risikokapitalinvestitionen, der als „Benchmark“ fungiert (Modellberechnung 1). Liegen die tatsächlichen Investitionen über den Modellinvestitionen wird sehr rasch investiert, was meist auf einen wachsenden Markt hinweist. Ist es umgekehrt, wird langsam investiert und ein Rückstau der Mittel kündigt sich an. Darüber hinaus zeigt ein wachsender Strom von Modellinvestitionen eine wachsende Verfügbarkeit von Mitteln an. Ein schrumpfender Strom ist dagegen ein Indikator dafür, dass den Risikokapitalgebern das Geld ausgeht.

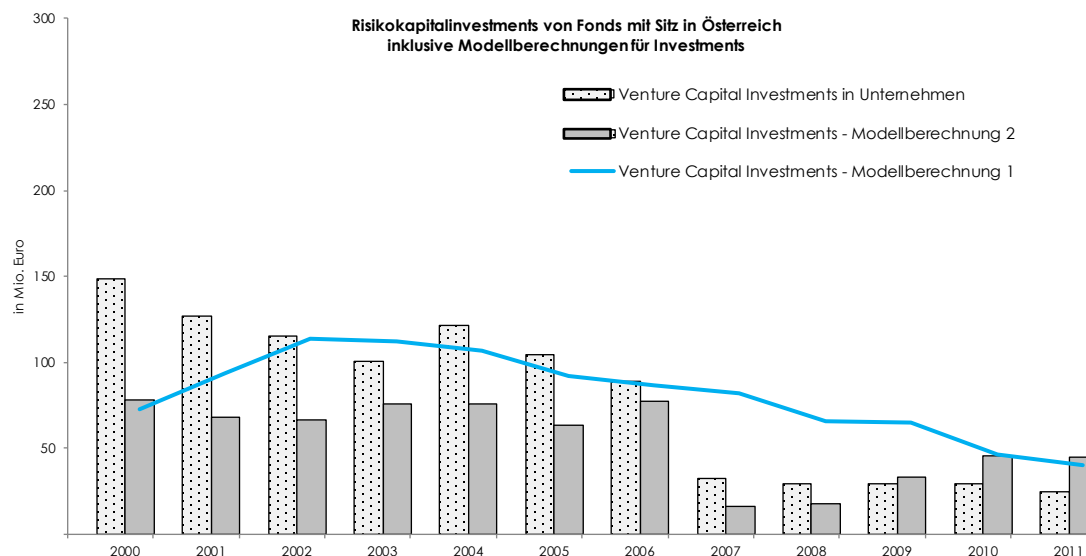
Der eben beschriebene „Benchmarkindikator“ berücksichtigt aber noch nicht, dass ein rasches Investieren von Risikokapital über den errechneten Modellinvestitionen auch das in den Folgejahren verfügbare Kapital reduziert und umgekehrt ein langsames Investieren das verfügbare Kapital erhöht. Wird dieser Budgeteffekt mitberücksichtigt, stellen die „bereinigten Modellinvestitionen“ einen Indikator dar, der nicht nur anzeigt, ob ein Defizit oder ein Rückstau bei den Risikokapitalinvestitionen zu erwarten ist, sondern er verweist auch auf das Ausmaß eines solchen Defizits oder Rückstaus (Modellberechnung 2).

Wenn man die Betrachtung nur auf das Venture Capital Segment und damit auf Investitionen in junge, innovative und technologieorientierte KMU konzentriert, für die Transaktionsgrößen von bis zu rund € 700.000 in sehr frühen und bis zu rund € 3.000.000 in etwas reiferen Investitionsphasen erwartet werden können (vgl. Abbildung 48, S. 88f), zeigt sich folgendes Bild.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Die fünf Jahre entsprechen der Dauer der Investitionsperiode, die üblicher Weise zwischen Risikokapitalgebern und Fondsinvestoren vereinbart wird.

<sup>3</sup> Die AVCO/EVCA Daten weisen in den Jahren 2007 – 2011 für das Venture Capital Segment (Fonds mit Sitz in Österreich) Investitionsvolumina mit einem Mittelwert von rund € 170.000 bis € 270.000 für sehr frühe und von rund € 900.000 bis € 1.600.000 für etwas reifere Unternehmensphasen aus. Berücksichtigt man die Standardabweichung (durchschnittliche Abweichung vom Mittelwert) für die jeweils höheren Werte, ergeben sich im oberen Bereich Transaktionsvolumina von jeweils € 700.000 und € 3.000.000. Da diese Zahlen anhand der durchschnittlichen Abweichungen vom Mittelwert errechnet wurden, können die Spitzenwerte für einzelne Transaktionen noch spürbar höher liegen.



### **Eine Modelrechnung zeigt: Dem Venture Capital Segment geht das Geld aus, um junge innovative und technologieorientierte KMU zu finanzieren.**

Die tatsächlichen VC-Investitionen (gepunktete Balken) verlaufen von 2000 – 2006 im Wesentlichen schneller als die Modellinvestitionen (blaue Linie – Modellberechnung 1)). Ab 2006 reduziert sich die Investitionsgeschwindigkeit, was an der positiven Differenz zwischen den VC-Modellinvestitionen (blaue Linie) und den tatsächlichen VC-Investitionen (gepunktete Balken) abzulesen ist. Die tatsächlichen VC-Investitionen liegen aber immer noch über den „bereinigten Modellinvestitionen“ (dunkelgraue Balken – Modellberechnung 2), so dass eng an der Kapitalverfügbarkeit investiert wird. Erst in den Jahren 2010 und 2011 zeigt sich ein leichter Kapitalrückstau. Das geschieht allerdings nicht nur aufgrund unsicher wirtschaftlicher Umfeldbedingungen, sondern vor allem, weil dem VC-Segment das Geld ausgeht. Seit 2004 zeigen die VC-Modellinvestitionen (Modellberechnung 1) einen kontinuierlichen Abwärtstrend, der schließlich zu einem Ausgleich von VC-Modellinvestitionen (blaue Linie) und bereinigten VC-Modellinvestitionen (grau Balken) in den Jahren 2010 und 2011 führt. Dem Bereich scheint damit also viel weniger Geld zugeflossen zu sein, als investiert hätte werden können. Eine Analyse des „Deal Flow“<sup>4</sup> österreichischer VCs, die im Zuge des Projekts durchgeführt wurde, bestätigt diese Einschätzung und zeigt eine ungebrochen hohe Nachfrage nach Risikokapitalinvestitionen in den frühen Phasen der Unternehmensentwicklung (vgl. Kap. 11.3, S. 170).

<sup>4</sup> Für die Analyse im Rahmen des Projekts wurde der „Deal Flow“ (Zahl an Unternehmen, die an VC interessiert sind) um die Kapitalanfragen bereinigt, die nicht VC-fähig sind. Als Abgrenzung für den relevanten „Deal Flow“ wurde der „Pre-Due Diligence“ verwendet. Diese Vorprüfung potentieller Portfoliounternehmen durch die Risikokapitalgeber verursacht Recherche und Personalkosten und wird nur durchgeführt, wenn die Unternehmen zumindest prinzipiell risikokapitalfähig sind und in die Investitionsstrategie des Risikokapitalgebers passen.

## **Die Ergebnisse der Datenanalyse werden von Risikokapitalgebern und Beteiligungsunternehmen bestätigt.**

Die schwierige Situation des österreichischen VC-Segments, die sich sehr klar aus der Datenanalyse ablesen lässt, wird außerdem durch die Ergebnisse der Interviews und der Fragebogenerhebung bestätigt, die im Zuge des Projekts durchgeführt wurden.

Nach Aussagen österreichischer Risikokapitalgeber gestaltet sich die Fundraisingsituation anhaltend schwierig:

- Die meisten österreichischen Fondsinvestoren verfügen über keine nachhaltigen Investitionsprogramme für Risikokapitalfonds und haben ihre Fondsinvestments eingestellt.
- Internationale Investoren interessieren sich kaum für den österreichischen Risikokapitalmarkt, weil ihnen seine Struktur und seine Funktionsmechanismen weitgehend unbekannt sind und das Fondsvolumen der meisten österreichischen Risikokapitalgeber unter € 100 Mio. und damit unter der magischen Grenze für internationale Engagements liegt.

Betroffen von diesen Problemen ist zwar der gesamte österreichische Risikokapitalmarkt, in besonderem Maße trifft das aber das Venture Capital Segment und damit die Frühphasenfinanzierung.

- Die hohen Risiken von Venture Capital Investitionen vor dem Hintergrund unsicherer wirtschaftlicher Bedingungen und geringer Investitionserfolge in der Vergangenheit halten viele Fondsinvestoren davon ab, weiter in das Segment zu investieren.
- Österreichische Risikokapitalfonds und besonders österreichische Venture Capital Fonds werden von den Risikokapitalgebern selbst zum Teil aber auch von den Beteiligungsunternehmen als zu klein für Frühphasenengagements eingestuft (vgl. Kap. 11.2.2, S. 169 und Kap. 13.2.3, S. 188). Um junge und sehr kleine Unternehmen bis zu einer Exitreife mit Umsätzen in zweistelliger Millionenhöhe zu entwickeln, sind große Fondsvolumina nötig. Um die hohen Risiken von Frühphasenengagements besser managen zu können, müssen große Portfolios von Beteiligungsunternehmen aufgebaut werden. Nur so lässt sich eine ausreichende Risikodiversifizierung gewährleisten. Um junge und noch weitgehend unerfahrene Unternehmen im Zuge ihrer Entwicklung bestmöglich beraten und unterstützen zu können, wird viel qualifiziertes Personal benötigt, das dementsprechend auch hohe Kosten verursacht. Diese müssen wieder aus der „Management Fee“ der Risikokapitalgeber bestritten werden, die sich üblicherweise in Prozent vom Fondsvolumen bemisst.

## **Unsichere Rahmenbedingungen für Risikokapital vervollständigen das Bild.**

Hinzu kommen Veränderungen und Unsicherheiten bei den Rahmenbedingungen für Risikokapital.

- Aktuell werden EU-weit neue regulatorische Rahmenbedingungen für Risikokapitalgeber umgesetzt (AIFMD<sup>5</sup>, R-EUVECA<sup>6</sup>). Unklar ist derzeit, wie der nationale Spielraum bei der Umsetzung der Regulierung für Fonds in Österreich ausgestaltet wird, die im Unterschwellenbereich der AIFMD liegen.
- Österreich verfügt über keine eigenständige rechtliche Struktur für Risikokapitalfonds. Das bestehende Modell der Mittelstandfinanzierungsgesellschaft läuft mit 2012 aus.

## **Insgesamt zeigt die Studie klare wirtschaftspolitische Ansatzpunkte.**

Vor diesem Hintergrund ergeben sich sehr klare wirtschaftspolitische Ansatzpunkte zur Stärkung des österreichischen Risikokapitalmarktes:

- Dem österreichischen Venture Capital Segment gehen die notwendigen Mittel zur Finanzierung junger, innovativer und technologieorientierter KMU aus. Es sind daher dringend geeignete Maßnahmen zur Belebung der Frühphasenfinanzierung notwendig. Solche Maßnahmen sollten jedenfalls für Transaktionsgrößen von bis zu € 3.000.000 ausgelegt werden, um auch einen Großteil der potentiellen Deals erfassen zu können.
- Es sollte eine eigenständige rechtliche Struktur für Risikokapitalfonds nach internationalen Standards eingerichtet werden, die sich harmonisch in die neuen Regulierungen für Risikokapitalgeber einpasst.
- Bei der Umsetzung von AIFMD im Unterschwellenbereich der Regulierung sollte darauf geachtet werden, für kleine österreichische Fonds angemessene administrative Kosten sicherzustellen. Die Regulierung muss für österreichische Risikokapitalgeber finanziell tragbar bleiben.
- Österreich sollte sich bei der Ausgestaltung von R-EUVECA auf EU-Ebene dafür einsetzen, den Geltungsbereich der neuen Regulierung auf den gesamten Unterschwellenbereich von AIFMD auszudehnen. Damit würden alle Risikokapitalgeber unter eine europaweite Regulierung fallen und könnten die Vorteile des gemeinsamen Marktes nutzen.

---

<sup>5</sup> Alternative Investment Fund Manager Directive.

<sup>6</sup> Regulation on European Venture Capital Funds.

# 1 Einleitung

Zahlreiche empirische Studien belegen den positiven Beitrag von Risikokapitalfinanzierungen zur Wachstums- und zur Beschäftigungsentwicklung von innovativen KMU und Jungen Technologieorientierten Unternehmen (JTU) (z.B. Gloden et al., 2004; Romain und Pottelsberghe, 2004; Keuschnigg, 2004; Jud et al., 2006; Peneder und Schwarz, 2008; Peneder, 2012). Risikokapitalinvestitionen sind jedoch während der vergangenen Jahre sowohl auf europäischer Ebene, als auch in Österreich stark zurückgegangen und lassen auch für die Zukunft einen zurückhaltenden Trend erwarten.

Vor dem Hintergrund dieser Entwicklung und in enger Abstimmungen mit der FTI-Strategie der Bundesregierung, die klare Schwerpunkte im Bereich „Risikokapitalfinanzierung“ setzt, haben das BMWFJ und die aws die vorliegende Studie in Auftrag gegeben. Deren Ziel ist die Durchführung einer Bestands-, Ursachen- und Wirkungsanalyse der Angebots- und Nachfrageseite des österreichischen Risikokapitalmarktes. Dabei sollen

- die aktuelle Situation in Österreich im internationalen Kontext dargestellt,
- die zu erwartende zukünftige Entwicklung aufgezeigt und
- die wesentlichen Hemmnisse für die Entfaltung des österreichischen Risikokapitalmarktes auf der Angebots- und Nachfrageseite herausgearbeitet werden.

Zur Durchführung der Arbeiten wird ein breiter Risikokapitalbegriff verwendet, der neben Venture Capital, auch Risikokapital für spätere Unternehmensphasen berücksichtigt und neben Eigenkapitalinvestitionen, auch eigenkapitalähnliche Instrumente wie Mezzaninkapital umfasst. Der Schwerpunkt der Untersuchungen liegt auf der Finanzierung früher Phasen der Unternehmensentwicklung.

Darüber hinaus soll der Einfluss internationaler Initiativen auf den österreichischen Risikokapitalmarkt berücksichtigt und in seinen Konsequenzen analysiert werden. Dazu zählen insbesondere die „Alternative Investment Fund Managers Directive“ (AIFMD), die „Regulation on European Venture Capital Funds“ (R-EUVECA) sowie die im Rahmen des „Competitiveness and Innovation Program“ der EU (CIP) laufenden Risikokapitalinitiativen für innovative KMUs und JTUs (GIF1-Early Stage und GIF2-Expansion Stage).

Das Projektteam hat die Abwicklung der Arbeiten in 8 Abschnitte unterteilt, deren Ergebnisse in den folgenden 17 Kapiteln der vorliegenden Studie im Detail beschrieben werden. Dabei sind die ersten drei Abschnitte konzeptioneller Natur, die Abschnitte 4 – 7 umfassen die empirischen Arbeiten und der Abschnitt 8 fasst die wesentlichen Ergebnisse zusammen und enthält das Resümee, das daraus gezogen wurde.

1. Begriffsbestimmung von Risikokapital und Angrenzung des Untersuchungsgegenstandes.
2. Ausführliche Erläuterung des Funktionsmodells (Funktionskomponenten und Rahmenbedingungen) von Risikokapital und der wesentlichen Einflussfaktoren.

3. Charakterisierung und Analyse verfügbarer Risikokapitalinstrumente zur Finanzierung von Unternehmen über ihren Entwicklungszyklus sowie der unterschiedlichen Typen von Investoren, die diese nutzen.
4. Beschreibung und Analyse der zeitlichen Entwicklung von Angebots- und Nachfrageseite des österreichischen Risikokapitalmarktes im internationalen Kontext.
5. Beschreibung und Analyse der Bedeutung von Standortfaktoren für die Entwicklung des österreichischen Risikokapitalmarktes im internationalen Vergleich.
6. Beschreibung und Analyse der empirischen Ausprägung der Funktionskomponenten und Rahmenbedingungen für Risikokapital in Österreich im internationalen Vergleich (aufbauend auf die Punkte 1 und 2), wobei sich dieser Abschnitt in 8 Unterkapitel teilt.
7. Analyse der Auswirkungen von EU-weiten Regelungen (AIFMD und Regulation on European Venture Capital Funds (R-EUVECA)) und Initiativen (risikokapitalstimulierende Maßnahmen im Rahmen von CIP) auf die spezifisch österreichische Situation des Risikokapitalmarktes. Dieser Abschnitt besteht aus drei Unterkapiteln.
8. Zusammenfassung der im Rahmen der empirischen Arbeiten identifizierten Entwicklungshemmnisse für Risikokapital in Österreich und Resümee, das daraus gezogen wurde.

Als Grundlage für die empirischen Arbeiten wurden die Literatur, verfügbares Datenmaterial von AVCO und EVCA und weitere ergänzende Sekundärdaten ausgewertet, sowie Expertengespräche und zwei Fragebogenerhebungen durchgeführt. Darüber hinaus wurden Mikrodaten aus dem „PEREP Analytics Tool“ (Private Equity Research Exchange Plattform) der EVCA und qualitative Informationen genutzt, die im Zuge von rund 400 europaweiten Investorengesprächen von 2008 bis Mitte 2011 gesammelt und im Rahmen des Projekts zum ersten Mal für wissenschaftliche Zwecke verwendet wurden.

In Summe liefert die Studie ein umfassendes Bild des österreichischen Risikokapitalmarktes im internationalen Kontext. Sie bietet eine Analyse der Daten und Fakten zum Thema, die sämtliche relevanten Dimensionen von Risikokapital beleuchten. Sie enthält wissenschaftliche Ergebnisse, die sowohl auf internationaler Ebene, als auch für den österreichischen Markt erarbeitet wurden und ergänzt diese durch neue Informationen und Auswertungen. Außerdem werden die praktischen Belange der Branche detailgenau erfasst, wodurch die relative Bedeutung der wesentlichen Einflussfaktoren herausgearbeitet werden konnte.



## **2 Risikokapital – Begriffsdefinition und Abgrenzung des Untersuchungsgegenstandes**

Die Europäische Kommission (EK) definiert Risikokapital im Rahmen ihres Politikbereichs „Zugang zu Finanzierung“ folgendermaßen:

*Genau genommen handelt es sich bei Risikokapital (Venture-Kapital) um eine Unterkategorie von Private Equity (privates Beteiligungskapital für nicht börsennotierte Unternehmen). Von daher ist Risikokapital als professionelles Eigenkapital zu betrachten, das gemeinsam mit dem Unternehmer investiert wird, um die Anfangsphase (Startkapital (Seed) - und Existenzgründungs- (Start-up) -Phase) bzw. die Expansion zu finanzieren. Als Entschädigung für das hohe Risiko erwartet der Investor eine überdurchschnittliche Rendite (vgl. EK, 2012a).*

Einen ähnlichen aber etwas breiteren Begriff von Risiko- bzw. Venture-Kapital haben Gompers und Lerner, 2000. Unter Venture Capital verstehen sie:

*Independently managed, dedicated pools of capital that focus on equity or equity-linked investments in privately held, high growth companies.*

Zwar verfügen beide Definitionen über eine gewisse Ähnlichkeit, die in der Begriffsbestimmung von Gompers und Lerner angegebenen Finanzierungsinstrumente umfassen aber nicht nur „professionelles Eigenkapital“, wie in der Definition der Europäischen Kommission, sondern auch Instrumente, die mit Eigenkapitalinvestitionen verknüpft sind, wie z.B. Mezzaninfinanzierungen<sup>7</sup>.

In der Fachliteratur wird der Begriff „Risikokapital“ oft noch breiter angelegt und umfasst alle Formen von externem Eigenkapital oder eigenkapitalähnlichen Mitteln, die von Dritten mit einer klaren Performanceorientierung auf beschränkte Zeit in Unternehmen investiert werden, welche entweder nicht an der Börse notieren oder mit Hilfe des getätigten Investments „Delisted“, d.h. von der Börse genommen werden sollen<sup>8</sup>. Darunter fallen dann beispielsweise auch Mittel wie Mezzaninkapital, das nicht mit Eigenkapitalinvestitionen verbunden ist, oder Wandelanleihen, welche typischer Weise nur in Spätphasen- und „Buy-out“-Transaktionen und damit in „Later Stage Private Equity Deals“ verwendet werden.

Als „Dritte“ können dann sowohl die in den Definitionen angesprochenen Venture Capital Geber als auch Beteiligungsgesellschaften (institutionelle Risikokapitalgeber), die sich mit „Later Stage Private Equity Deals“ befassen, oder informelle Risikokapitalgeber auftreten. Unter informellen Risikokapitalgebern („Business Angels“) werden dabei wohlhabende Privatpersonen verstanden, die oft ihr Vermögen als Unternehmer oder im Spitzenmanagement von Unternehmen gemacht haben. Ähnlich wie Venture Capital Gesellschaften führen sie Eigenkapitalinvestitionen in erfolgversprechende Frühphasenunternehmen durch. Dabei sind sie aber anders als VC-Geber nicht an bestimmte

---

<sup>7</sup> Mezzaninfinanzierungen sind oft aber nicht automatisch mit Eigenkapitalinvestitionen verbunden.

<sup>8</sup> Solche Transaktionen nennt man „Public to Private Deals“. Sie dienen dazu unterbewertete Unternehmen von der Börse zu kaufen, sie über die Beteiligungslaufzeit weiter zu entwickeln, um sie dann wieder im Rahmen eines IPO oder über eine andere Exitroute zu verkaufen.

Investitionsstrategien gebunden, sondern können ihre Investitionsentscheidungen vollkommen frei und ungebunden treffen. Die Investitionsvolumina, die sie bereitstellen können, fallen dafür aber meist deutlich kleiner aus als bei institutionellen Risikokapitalgebern. Der rasche Aufstieg eines „Start-ups“ zu einem wachstumsstarken innovativen KMU kann daher ohne ein zusätzliches VC-Engagement meist nicht bewältigt werden. Darüber hinaus legen die meisten „Business Angels“ auch Wert auf Anonymität und organisieren sich nur in einem geringen Ausmaß in Dachverbänden oder anderen Plattformen, so dass europaweit auch keine verwertbaren Daten zu ihren Investitionsaktivitäten vorliegen.

Unabhängig davon wie breit oder eng die beschriebenen Definitionen von Risikokapital angelegt sind, allen Begriffsbestimmungen ist explizit oder implizit gemeinsam, dass es sich bei den investierten Mitteln um „Marktkapital“ handelt, das von „Dritten“ (VC-Gebern, Beteiligungsgesellschaften, „Business Angels“) ins Unternehmen mit klaren „Ertragserwartungen“ aber „ohne eine strategische Perspektive“ eingebracht wird, die über die beschränkte Behaltdauer der Beteiligung hinaus reicht.

Damit grenzen alle Definitionen von Risikokapital den Begriff auch deutlich von artverwandten, aber eben unterschiedlichen Konzepten wie der „Eigenkapitalfinanzierung“ sowie dem „M&A-Geschäft“ ab.

Die Eigenkapitalfinanzierung eines Unternehmens ergibt sich aus der internen Ertragskraft eines Unternehmens (Innenfinanzierung mit Eigenkapital) sowie aus der Bereitstellung von Eigenmitteln durch die Unternehmenseigentümer und durch externe Investoren wie z.B. Risikokapitalfonds. Sie steht der Fremdmittelfinanzierung durch Kreditgeber gegenüber und legt gemeinsam mit dieser die Kapitalstruktur und damit auch die Eigen- bzw. Fremdkapitalquoten eines Unternehmens fest.

Oft wird die Höhe der Eigenkapitalquote als Maß für die Qualität der Eigenmittelfinanzierung (zumindest in einer bestimmten Bandbreite) verwendet und erwartet, dass externe Investoren, wie Risikokapitalgeber einen Beitrag zur Stärkung der Eigenmittelfinanzierung bzw. der Eigenkapitalquoten von KMU liefern können. Dabei werden aber wesentliche Unterschiede zwischen der Eigenmittelfinanzierung und der Bereitstellung von Risikokapital übersehen.

Die Finanzierung eines Unternehmens durch Eigen- bzw. durch Fremdmittel ist abhängig von:

- Der Bereitschaft der Eigentümer und externer Investoren, Eigenmittel von außen zu zuschießen.
- Der Ertragskraft der Unternehmen.
- Der Verfügbarkeit von Krediten in Abhängigkeit vom Geschäftsrisiko des Unternehmens sowie seiner Bonität.

Im Rahmen des Entscheidungsspielraums, den diese Faktoren bieten, wird sie aber in Form der Kapitalstruktur (bzw. der Eigen- und Fremdkapitalquoten) durch die Entscheidungsträger des Unternehmens (Unternehmensmanagement, allenfalls Eigentümer)

anhand der geplanten Eigenkapitalrendite und des dabei akzeptierten Finanzierungsrisikos<sup>9</sup> autonom festgelegt. Die Eigen- bzw. Fremdmittelfinanzierung eines Unternehmens ist damit v.a. eine technische Entscheidung des Unternehmensmanagements sowie der Eigentümer und Investoren und nicht alleine Ausdruck der Ertragskraft eines Unternehmens oder der Bereitschaft externer Eigenmittelgeber Kapital zu zuschießen.

Im Gegensatz zur technischen Entscheidung der Eigenmittelfinanzierung, die jedes Unternehmen zu treffen hat, ist Risikokapital ein Nischenprodukt, das nur für Unternehmen in besonderen Situationen zur Verfügung steht. Es wird investiert, wenn ein neu gegründetes oder bereits etabliertes Unternehmen vor einem Entwicklungssprung (z.B. Markteinführung einer Innovation, Internationalisierung der Absatzmärkte) steht, über besondere Wertentwicklungspotentiale verfügt (z.B. Effizienzsteigerung, Sanierung) und/oder zum Kauf angeboten wird z.B. aufgrund von Unternehmens- oder Unternehmensnachfolge. Wird in diesen Fällen Risikokapital investiert, dann wirkt es sich nicht automatisch erhöhend auf die Eigenkapitalquoten der betroffenen Unternehmen aus, denn die technische Entscheidung über die Kapitalstruktur und damit über die Höhe der Eigenkapitalrendite wird dann von Unternehmern und Investoren gemeinsam getroffen und kann in bestimmten Fällen die Eigenkapitalquote auch senken.

Selbst wenn Risikokapitalinvestments insgesamt erhöhend auf die Eigenkapitalquote wirken würden, würde sich das nur marginal in den gesamtwirtschaftlich gemessenen Eigenkapitalquoten z.B. für KMUs niederschlagen. Der Grund dafür liegt im Nischencharakter von Risikokapital. Eine Stichprobe der BACH-Datenbank ("Bank for Accounts of Companies Harmonized"), welche auf die Bilanzstatistik der OeNB und dem Bilanzdatensatz von KMU-Forschung Austria zurückgreift, weist für 2010 einen Eigenkapitalbestand österreichischer KMU von € 38,3 Mrd. aus. Die von der AVCO/EVCA erhobenen Risikokapitalinvestitionen im gleichen Zeitraum in österreichische Unternehmen abzüglich der Deinvestments kommen dagegen gerade auf ein um "Megadeals" bereinigtes Volumen von etwa € 56 Mio. Geht man davon aus, dass dieser Betrag zur Gänze eigenkapitalerhöhend wirkt, so wäre der Beitrag von Risikokapital zur Steigerung der Eigenkapitalquote 2010 bei nur rund 0,15% anzusiedeln und damit kaum spürbar. Die Zahl aus den BACH-Daten ist jedoch lediglich eine Stichprobe einer nicht bekannten Grundgesamtheit. Selbst dieser marginale Beitrag ist somit überschätzt.

Das M&A-Geschäft ist mit dem Risikokapitalgeschäft verwandt. Genau genommen sind Risikokapitalinvestitionen sogar spezielle M&A-Transaktionen, weil mit jedem Investment auch Unternehmensanteile gekauft werden. M&A-Transaktionen, die aus strategischen Überlegungen von operativ tätigen Unternehmen oder Holdinggesellschaften durchgeführt werden, sind dennoch klar von Transaktionen zu unterscheiden, die auf bestimmte Zeit mit einer Ertragsorientierung, ohne einen strategischen Kontext durchgeführt werden. Bei

---

<sup>9</sup> Je stärker ein Unternehmen bei gegebener Gesamtkapitalrendite kreditfinanziert bzw. geleveraged wird (solange der Kreditzinsatz unter der Gesamtkapitalrendite liegt), desto höher ist die Eigenkapitalrendite und desto höher ist aber auch das Finanzierungsrisiko des Unternehmens (Können die Kredite auch in unsicheren Zeiten bedient werden?).

solchen Risikokapitaltransaktionen steht die Umsetzung bestimmter Wertsteigerungsprojekte eines Unternehmens im Mittelpunkt, die mit Hilfe einer Eigenkapitalzufuhr und vielfältigen Unterstützungsleistungen des Investors umgesetzt werden sollen. Solche Transaktionen sind daher auch der Unternehmensfinanzierung zuzurechnen.

Bei strategisch orientierten M&A Deals stehen dagegen nicht Finanzierungsüberlegungen im Mittelpunkt. Unternehmen werden gekauft, um sie in eine bestehende Konzernstruktur zu integrieren oder langfristige Partnerschaften und Kooperationen einzugehen. Die Ertragserwartungen bei solchen Transaktionen sind indirekter Natur, ergeben sich nicht aus der Transaktion selbst, die ja nicht auf die Weiterentwicklung der gekauften Unternehmen gerichtet ist, sondern auf ihre Verschmelzung mit oder auf die Integration in die Strukturen des Käufers.

Nachdem die bisherigen Ausführungen gezeigt haben, wie eng oder breit Risikokapital aufgefasst werden kann und wie es sich zu artverwandten, aber eben unterschiedlichen Konzepten abgrenzt, kann nun der Risikokapitalbegriff festgelegt werden, auf dem die Arbeiten im Rahmen dieser Studie basieren.

Unter Risikokapital werden im Weiteren externes Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Mittel verstanden, die von Dritten mit einer klaren Performanceorientierung auf beschränkte Zeit in Unternehmen investiert werden, welche entweder nicht an der Börse notieren oder mit Hilfe des getätigten Investments „Delisted“, d.h. von der Börse genommen werden sollen. Dieser Studie unterliegt damit ein breiter Ansatz von Risikokapital, wie er auch von AVCO und EVCA bei der Erhebung der Daten zu den europäischen Risikokapitalinvestments verwendet wird.

Nicht unter den verwendeten Begriff von Risikokapital fallen strategisch motivierte M&A Transaktionen, die Innenfinanzierung von Unternehmen mit Eigenkapital sowie die Eigenkapitalfinanzierung durch informelle Risikokapitalinvestoren.

- Strategisch motivierte M&A Transaktionen fallen nicht darunter, weil sie gänzlich anders motiviert sind als Risikokapitalinvestments und darüber hinaus nicht der Finanzierung von unternehmerischen Wertsteigerungsprojekten der gekauften Unternehmen dienen.
- Die Innenfinanzierung von Unternehmen ist nicht erfasst, weil es sich dabei nicht um Marktkapital handelt, das von Dritten ins Unternehmen mit klaren Ertragserwartungen aber ohne eine strategische Perspektive eingebracht wird, die über die beschränkte Behaltdauer der Beteiligung hinaus reicht.
- Informelle Risikokapitalgeber sind durch die Definition nicht abgedeckt, weil weder international vergleichbare noch nationale Daten zu ihren Aktivitäten verfügbar sind und aufgrund des bewusst diskreten Verhaltens solcher Investoren auch nur mit beträchtlichem Aufwand und unvollständig erhoben werden können. Eine Untersuchung des informellen Risikokapitalmarktes wäre dadurch ein eigenständiges und teures Projekt. Da informelle Investoren üblicherweise nur kleine „Tickets“ investieren und die österreichische Szene an Business Angels nicht besonders stark

ausgeprägt ist, dürfte sich aber auch die statistische Lücke zum informellen Risikokapitalmarkt in engen Grenzen halten.

### **3 Wie Risikokapital funktioniert und welche Faktoren dazu notwendig sind**

Dieses Kapitel befasst sich mit den Aufgaben und der Funktionsweise von Risikokapital sowie mit den Einflussfaktoren, die diese Funktionsweise maßgeblich beeinflussen. Es gliedert sich dementsprechend auch in drei Abschnitte:

- Die wesentlichen Aufgaben von Risikokapital.
- Das Funktionsmodell von Risikokapital.
- Wesentliche Einflussfaktoren auf das Funktionsmodell von Risikokapital.

#### **3.1 DIE WESENTLICHEN AUFGABEN VON RISIKOKAPITAL**

Wie in den Studien für das BMWFJ von Gloden et al., 2004 sowie Jud et al., 2006 ausführlich erläutert wurde, übernehmen Risikokapitalgeber eine Selektions-, eine Finanzierungs- und eine Mehrwertfunktion bei der Entwicklung innovativer, wachstumsorientierter kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU).

- Anhand ihrer spezialisierten Erfahrungen und Fertigkeiten unterziehen sie Investitionskandidaten eingehenden Überprüfungen im Rahmen eines „Due Diligence“ Prozesses, bevor sie eine informierte Investitionsentscheidung als Miteigentümer und Mitunternehmer treffen (Selektionsfunktion).
- Investiert wird Eigenkapital<sup>10</sup>, das sowohl an der „up-side“ als auch an der „down-side“ des Unternehmenserfolgs partizipiert und vor allem mit ausgedehnten Informations- und Einflussmöglichkeiten ausgestattet ist, um Disziplin bei der Verfolgung der Unternehmensziele sicherzustellen. Auf diese Weise wird das Management auch hoher Finanzierungsrisiken im Investitionsportfolio erleichtert und die Risikokapitalgeber können ihrer Finanzierungsfunktion nachkommen.
- Um die geplante Ertragsrate des Investitionsprojekts zu vergrößern, unterstützen Risikokapitalgeber ihre Portfoliounternehmen aktiv in ihrer wirtschaftlichen Entwicklung durch Beratungs-, Informations- und Vermittlungsdienste. Darüber hinaus haben sie auch positive Signalwirkung für andere „Stakeholder“. Mit der Zufuhr von Eigenkapital sinkt für Kreditgeber das Finanzierungsrisiko, die Unternehmen sind leichter einschätzbar und können so auch zusätzliche Fremdmittel akquirieren. Für potentielle Nachfrager steigt die Investitionssicherheit in die Produkte und Leistungen der innovativen KMUs und Nachfragebarrieren werden beseitigt (Mehrwertfunktion).

Auf diese Weise eröffnen Risikokapitalgeber Investitionsmöglichkeiten in innovative, wachstumsstarke KMU, die sich mit Hilfe traditioneller Finanzierungsinstrumente, wie

---

<sup>10</sup> Eigenkapitalinvestitionen werden oft auch begleitet von zusätzlichen Finanzierungsinstrumenten wie z.B. Gesellschafterdarlehen oder strukturierter Finanzierung, die von dritten Anbietern zur Verfügung gestellt werden. Nähere Erläuterungen dazu finden sich in Kap. 4.3.4, S. 55 dieser Studie.

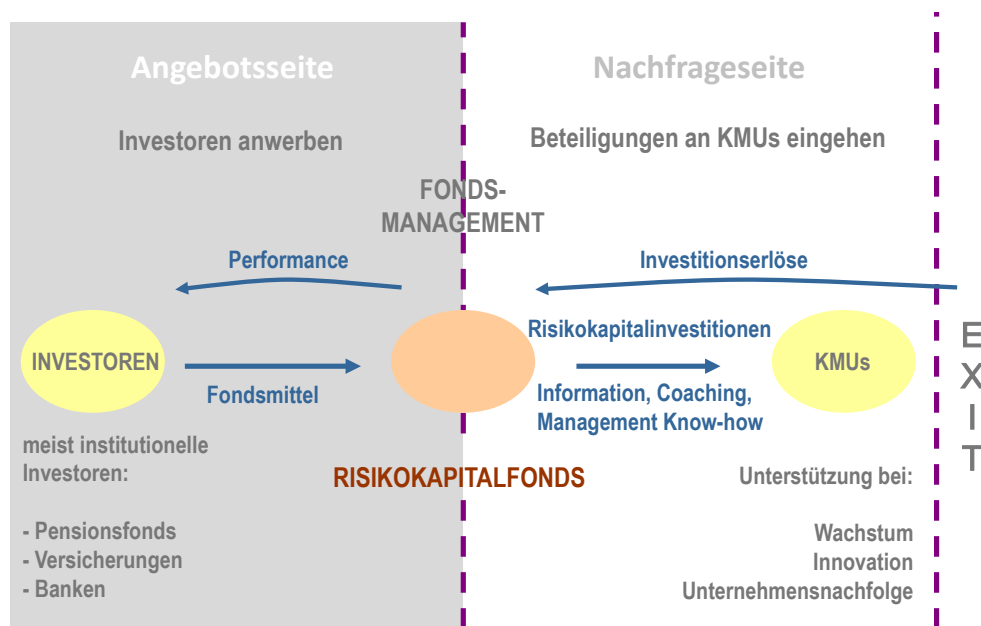
unterschiedlicher Formen von Krediten, nicht ausschöpfen lassen. Damit Risikokapital auch tatsächlich investiert werden kann, müssen allerdings einige Voraussetzungen erfüllt werden.

- Zuerst müssen die notwendigen Finanzierungsmittel von finanzkräftigen Investoren eingeworben und in Risikokapitalfonds gepoolt werden, bevor sie in erfolgsversprechende Beteiligungsprojekte investiert werden können.
- Zweitens müssen die eingegangenen Beteiligungen auch wieder erfolgreich veräußert und so in eine lukrative Veranlagungsperformance der ursprünglichen Investoren verwandelt werden können.

### 3.2 DAS FUNKTIONSMODELL VON RISIKOKAPITAL

Das Funktionsmodell von Private Equity erfordert also nicht nur die Fähigkeit erfolgreich Beteiligungsinvestitionen einzugehen. Es müssen dafür auch die notwendigen Mittel aufgebracht und durch Veräußerung der Beteiligungen wieder an die Investoren zurückgeführt werden. Die folgende Graphik fasst die wesentlichen Komponenten des Funktionsmodells auf der Angebots- und der Nachfrageseite zusammen.

Abbildung 1 Funktionsmodell von Risikokapital



#### 3.2.1 Risikokapitalfonds und Fondsmanagement

Risikokapitalfonds stehen im Zentrum des Funktionsmodells und bilden den institutionellen und organisatorischen Rahmen für das Risikokapitalgeschäft. Über sie werden das Poolen, das Investieren und das Rückführen der Finanzmittel organisiert. Im Grunde handelt es sich um Rechnungskreise, welche die Investitionen sowie die an die Investoren zurückgeführten Erträge dokumentieren und die unterschiedliche Rechtsformen annehmen können, ohne aber Fonds im Sinne von Investmentfonds und den zugehörigen Rechtsvorschriften zu sein. Oft werden sie vom Fondsmanagement, das in Form einer eigenen Managementgesellschaft institutionalisiert ist, eingerichtet. Sie sind durch bestimmte Investitionsstrategien gekennzeichnet und laufen üblicher Weise zehn plus zwei („Additional Liquidation Period“)

Jahre. Während dieser Laufzeit sind die Fondsinvestments (teilweise) gebunden und ein vorzeitiger Ausstieg ist nur in seltenen Fällen und unter genau festgelegten Bedingungen möglich<sup>11</sup>. Die Partnerschaft zwischen Investoren und dem Private Equity Management im Rahmen der Fonds und die Abläufe innerhalb der Fonds (Entscheidungsfindung, Finanzmitteltransaktionen etc.) sind in umfassenden Vertragswerken (Limited Partnership Agreements - LPAs) genau geregelt.

### 3.2.2 Investoren

Für diese Fonds werden geeignete Investoren angeworben, die nicht nur über Geldmittel verfügen müssen, sondern darüber hinaus

- das Private Equity Geschäft auch verstehen sollten, um die Geschäftsverläufe der Fonds über ihre jahrelange Laufzeit nachvollziehen und mittragen zu können und
- ein Bewusstsein und Verständnis für das Risiko haben sollten, das mit dieser Veranlagungsform verknüpft ist, um es bei ihrer eigenen Vermögensplanung berücksichtigen und managen zu können.

Investoren sind also dann für das Risikokapitalgeschäft geeignet, wenn sie einen mittel- bis langfristigen Veranlagungshorizont haben und vor allem über Erfahrung und ausreichendes Know-how beim Umgang mit dieser Investitionsform verfügen. Aus diesem Grund richtet sich die Managementgesellschaft üblicherweise nicht an eine breite Öffentlichkeit<sup>12</sup>, um Finanzierungsmittel einzuwerben, sondern an eine kleine Gruppe ausgewählter meist institutioneller Investoren, wie Banken, Versicherungen, Pensionsfonds und spezialisierte Investoren wie „Fund of Funds“ etc. die dann auch entsprechend hohe Tranchen an die Fonds kommittieren und ein regelmäßiges Reporting (halb- bis vierteljährlich) der Fonds erhalten.

Nur dann, wenn ein ausreichendes Interesse und Engagement von institutionellen Investoren vorhanden ist, die diesen Bereich als interessante Veranlagungsalternative sehen, können Mittel für das Risikokapitalgeschäft aufgebracht werden. Das Interesse der Investoren wird durch eine ganze Reihe von Faktoren bestimmt, wie z.B. Spezialisierung des Fonds, „Track Record“ des Fondsmanagements, Veranlagungsperformance,

---

<sup>11</sup> Die Fondsinvestments werden nicht mit Beginn der Fondslaufzeit in den Fonds einbezahlt. Sie sind nur vertraglich fest zugesagt (kommittiert) und werden bei Bedarf in der benötigten Höhe abgerufen. Solche „Capital Calls“ finden nur während der meist fünf jährigen Investitionsperiode statt. Danach werden die einbezahlten Mittel zusammen mit den Veranlagungsgewinnen bei jedem Exit aus einem Beteiligungsunternehmen schrittweise an die Investoren zurückgeführt. Da sich Investments und Exits zeitlich überlagern können, sind die kommittierten Fondsmittel auch zum Ende der Investitionsperiode nicht in vollem Umfang in den Fonds eingezahlt und der Grad der Mittelbindung variiert über den Fondslebenszyklus.

<sup>12</sup> Der Anteil kleiner privater Investoren liegt europaweit und in Österreich seit 2000 teilw. signifikant unter 10% des kommittierten Kapitals. Siehe dazu auch Kap. 5.1.2, Abbildung 43 und Abbildung 44.



Investitionsgeschwindigkeit, Fondstruktur etc. Die Reputation und eng verbunden damit der „Track Record“ des Fondsmanagement stellen dabei besonders wichtige Faktoren dar.

### **3.2.3 Risikokapitalinvestitionen in KMU**

Die Reputation ergibt sich unter anderem wieder aus der Fähigkeit der Risikokapitalgeber, ihre Selektions-, Finanzierungs- und Mehrwertfunktion erfolgreich bei Beteiligungsinvestitionen einzusetzen (vgl. Kap. 3.1, S. 26f). Erfolg oder Misserfolg sind neben dem eigenen Know-how auch abhängig von:

- Der Nachfrage nach Risikokapital durch innovative KMU, die erfolgversprechende Wachstumspläne mit hoher Qualität verfolgen.
- Der Möglichkeit, dichte Informations- und Syndizierungsnetzwerke innerhalb der Beteiligungsindustrie aufzubauen.
- Der Verfügbarkeit komplementärer Dienstleister (Anwälte, Steuerberater, Unternehmensberater etc.), die in Know-how Netzwerke der Risikokapitalgeber integriert werden können.
- Einem ausdifferenzierten Angebot von Risikokapitalleistungen, durch branchen- und technologiespezifisches Investitions-Know-how und Ausnutzen von Spezialisierungseffekten.
- Dem bestehenden Anreizsystem aus rahmensetzenden und diskretionären Maßnahmen öffentlicher und halböffentlicher Einrichtungen, um unternehmerische Investitionstätigkeit zu forcieren.

### **3.2.4 Exit**

Risikokapitalinvestitionen müssen aber nicht nur eingegangen und über ihren Verlauf betreut werden. Nach einigen Jahren der Mitunternehmerschaft sind die erworbenen Anteile wieder zu veräußern. Erst aus diesen sogenannten Beteiligungs-Exits lukrieren Risikokapitalgeber die Erträge, die wieder an ihre Investoren ausgeschüttet werden und damit bestimmend für die Performance der Beteiligungsfonds sind. Exits werden üblicherweise in Form von „Trade Sales“ oder „IPOs“ („Initial Public Offering“) durchgeführt. Im Falle von Mezzaninfinanzierungen kann sich ein Exit auch als eine einfache Abschichtung des Investments nach einem vorab definierten Tilgungsplan gestalten.

- Im Rahmen von „Trade Sales“ werden die Beteiligungsanteile an Industrieunternehmen (Strategische Investoren) veräußert, die für das Beteiligungsunternehmen einen interessanten strategischen Partner darstellen, weil sie den Zugang zu neuen oft internationalen Märkten eröffnen, über ausgebaute Vertriebskanäle verfügen, Overheadunterstützung bieten, ergänzendes Know-how oder eine komplementäre Technologiebasis besitzen.
- Beteiligungsunternehmen werden oft auch an andere Risikokapitalgeber im Rahmen von Sekundärtransaktionen („Secondary Deals“) verkauft, die sich auf spätere Entwicklungsphasen und größere Unternehmen spezialisiert haben. Sie können ihre neuen Beteiligungen dann mit dem geeignete Know-how oder mit zusätzlichem

Eigenkapital bei der Fortsetzung ihrer Expansions- und Internationalisierungsbestrebungen unterstützen (vgl. Hertz-Eichenrode et al., 2011, S. 174).

- Bei einem IPO werden die Aktien der Beteiligungsunternehmen zum ersten Mal an einer Börse zum Kauf angeboten. Der IPO steht am Ende eines meist mehrmonatigen Prozesses, bei dem die Unternehmen ausführlich geprüft und auf ihre zukünftige Rolle in einem transparenten und öffentlichen Kapitalmarkt vorbereitet werden (vgl. Wiener Börse, 2012).

Damit Risikokapital von den Fondsinvestoren über die Beteiligungsfonds in der beschriebenen Weise zu den Unternehmen fließen kann, müssen also

- geeignete Fondstrukturen für Beteiligungsinvestitionen eingerichtet,
- adäquate Kapitalquellen erschlossen,
- Beteiligungen in einem hochentwickelten Umfeld eingegangen und
- und auf funktionsfähigen Kapitalmärkten wieder veräußert werden können.

Es gibt eine ganze Reihe von Einflussfaktoren, die bestimmend dafür sind, ob und in welcher Qualität diese Voraussetzungen erfüllt sind und ein reibungsloser Ablauf des Funktionsmodells möglich oder durch Hemmnisse blockiert ist.

### 3.3 WESENTLICHE EINFLUSSFAKTOREN AUF DAS FUNKTIONSMODELL VON RISIKOKAPITAL

Die folgende Graphik fasst die wesentlichen Einflussfaktoren auf das Funktionsmodell von Risikokapital zusammen.

Abbildung 2 Wesentliche Einflussfaktoren auf das Funktionsmodell von Risikokapital



### 3.3.1 Fondsmanagement

Das Investieren von Eigenkapital und eigenkapitalähnlichen Mitteln in KMU auf dem vorbörslichen Beteiligungsmarkt ist ein zeitintensives, komplexes und kostenaufwendiges Geschäft, das viel Know-how und vor allem viel Erfahrung benötigt, um dabei auch erfolgreich Erträge erwirtschaften zu können.

Zuerst muss eine Pipeline generiert werden, die das Management mit Investitionsmöglichkeiten („Deals“) versorgt, denn nur wer über einen umfassenden und qualitativ guten „Deal Flow“ verfügt, kann seine Selektionsfunktion wahrnehmen und sich Beteiligungsziele auswählen, die hohe Investitionserträge abwerfen. Ein guter „Deal Flow“ wird üblicherweise über eine enge Vernetzung mit professionellen M&A-Beratern, anderen Intermediären (Banken, Anwälten, Steuerberatern etc.) sowie mit einer breiten Community von Unternehmen aus den Zielbranchen bzw. Zielgebieten erreicht. Man unterscheidet den „Proprietären Deal Flow“ vom „Markt Deals Flow“.

- Proprietär ist ein „Deal Flow“, wenn er nur einem bestimmten Managementteam zur Verfügung steht und von diesem meist mit viel Zeit und Mühe erarbeitet wird. Dem Zeitaufwand steht dann aber eine besonders hohe Ertragserwartung aus tatsächlich abgeschlossenen Deals gegenüber.
- Der „Markt Deal Flow“ wird üblicherweise von M&A Beratern generiert, die auf den Kauf oder Verkauf von Unternehmen spezialisiert sind. Sie sprechen Risikokapitalgeber sowie strategische Investoren im Rahmen von „Tender Prozessen“ oder Vergabeverfahren auf mögliche Investments an, um sie dann durch einen strukturierten Investitionsprozess zu schleusen. Je kleiner die Unternehmen und je früher ihre Entwicklungsphase, desto größer ist meist der „Deal Flow“ und umso weniger ist der Investitionsprozess vorstrukturiert.

Sind die potentiellen „Deals“ einmal am Tisch des Risikokapitalgebers gelandet, werden sie begutachtet in einem „Deal-Meeting“ besprochen und falls Interesse besteht, wird ein „Pre-Due Diligence“ gestartet, bei dem erste Recherchen zum Unternehmen, zur eingesetzten oder entwickelten Technologie (bzw. Technologienische) zur Konkurrenz, zum Markt des Unternehmens etc. durchgeführt werden.

Sobald die Ergebnisse intern präsentiert wurden, wird im Team entschieden, ob die Investitionsmöglichkeit weiterverfolgt werden soll. Bei einer positiven Entscheidung wird ein „LOI“ („Letter of Intend“) oder ein „Indicative Offer“ formuliert, in dem auch Exklusivität mit dem potentiellen Beteiligungsunternehmen vereinbart werden kann.

Danach beginnt der Due Diligence Prozess („Fully Fledged Due Diligence“), in dem das Unternehmen und das Unternehmensmanagement ausführlich auf seine Stärken und Schwächen hin untersucht und der Markt sowie die Umfeldbedingungen genau durchleuchtet werden (Management und Organisation, Markt- und Wettbewerbssituation, Produkt und Technologie, Marketing und Vertrieb, Produktion und Logistik, Finanzierung etc. (vgl. Kap. 13.2.4, S. 189). Der „Due Diligence Prozess“ ist für RK-Investoren in reifere Unternehmen meist aufwendiger, weil diese über mehr Substanz für eine weitreichende Untersuchung verfügen.

Die Ergebnisse des „Due Diligence“ werden in einem Investment Memorandum zusammengefasst und schließlich dem „Investment Committee“ präsentiert, das die endgültige Entscheidung über die Durchführung eines „Deals“ trifft. Fällt die Entscheidung positiv aus, wird ein Beteiligungsvertrag ausgearbeitet und mit dem Unternehmen sowie allfälligen Syndizierungspartnern einer Transaktion endverhandelt.

Der soeben beschriebene Prozess kann zu jedem Zeitpunkt beendet werden. Die Gründe dafür liegen nur zu einem sehr kleinen Teil in der Kontrolle des Risikokapitalgebers, die Kosten müssen aber zur Gänze von ihm getragen werden („Broken Deal Costs“). Genau diese Kosten können beträchtlich sein, da für viele Aspekte des inhaltlich komplexen „Due Diligence Prozesses“ externe Berater herangezogen werden müssen.

Nach Abschluss eines „Deals“ beginnt die Beteiligungspartnerschaft zwischen Risikokapitalgeber und Unternehmen, bei der der Risikokapitalgeber nicht nur in alle maßgeblichen, unternehmerischen Entscheidungen eingebunden ist, sondern manchmal auch schwerwiegende Maßnahmen wie den Austausch des Unternehmensmanagements oder die Übernahme von Geschäftsführungsfunktionen durch ein Mitglied des Fondsmanagements setzen muss. Insgesamt stellt eine solche Rolle nicht nur große Anforderungen an das Know-how und die Erfahrung des Risikokapitalgebers, sondern ist auch mit finanziellen und mit Haftungsrisiken verbunden. Wie weit und wie tief in unternehmerische Angelegenheiten eingegriffen werden kann richtet sich nach der Art des investierten Risikokapitals. Mehrheitsbeteiligungen bieten dazu natürlich weit mehr Gestaltungsspielraum als Mezzaninfinanzierungen, bei denen der Investor ja oft gar keine Gesellschafterrolle im Unternehmen einnimmt.

Nach einer mehrjährigen Behaltdauer wird schließlich der Exit des Risikokapitalgebers vorbereitet. Jetzt findet er sich selbst in der Rolle des Verkäufers, der einen geeigneten Verkaufsprozess („M&A-Deal“ als „Trade Sale“ oder „Secondary Deal“) oder aber einen Börsengang vorbereiten und umsetzen muss. Dazu sind wieder Strukturierungs-Know-how, Verhandlungsgeschick, Branchenkenntnisse, genaue Kenntnisse des Börsenprozesses etc. notwendig. Mezzaninfinanziere können sich dagegen oft auf ex ante festgelegte Absichtungspläne stützen.

Ist der „Deal“ einmal abgewickelt, gibt es eine ganze Reihe weiterer Verpflichtungen. Im Rahmen einer Börsennotierung sind die „Lock-up Fristen“<sup>13</sup> und damit alle relevanten Börsenbestimmungen zu Transparenz, Publizität etc. einzuhalten. Bei einem „M&A Deal“ muss der Verkäufer dem Käufer regelmäßig Garantien zu exponierten Themen des Unternehmens (z.B. offene Steuerfragen oder eine anstehende Entsorgung von Schadstoffen aus Umweltschutzgründen) in Form von Geldmitteln auf einem Treuhandkonto überlassen. Solche „Reps- and Warranties“ müssen nicht nur über mehrere Jahre abgewickelt werden, sondern führen oft auch zu Rechtsstreitigkeiten, denen ex ante vorgebeugt und/oder angemessen begegnet werden muss. Darüber hinaus sind viele Deals zur Kaufpreisfindung

---

<sup>13</sup> Während der „Lock-up“ Frist sind Altaktionäre gezwungen, weiterhin Anteile am Unternehmen zu halten, das sie an die Börse gebracht haben. Das soll verhindern, dass verkaufspreisrelevante Insiderinformationen zurückgehalten werden, um einen guten Verkaufserlös zu erzielen.

zwischen den Parteien mit einer „Earn-Out“-Komponente versehen, so dass sich die „Dealabwicklung“ über viele Jahre ziehen kann und dementsprechend umsichtig konzipiert und gemanagt werden muss.

Es sind diese eben beschriebenen, komplexen, vielschichtigen und zum Teil kostenintensiven Anforderungen, die die folgenden beiden Punkte zu wesentlichen Einflussfaktoren auf das Funktionsmodell von Risikokapital machen.

1. „Track Record“ des Fondsmanagementteams.
2. Nutzung eines eingespielten Remunerierungsmodells für das Fondsmanagement.

### **1. „Track Record“ des Fondsmanagementteams**

Die Anforderungen an einen Fondsmanager bzw. Investmentmanager<sup>14</sup> kann nur erfüllen, wer über jahrelange Erfahrung im Risikokapitalgeschäft verfügt. Diese jahrelange Erfahrung wird durch den „Track Record“ (die Zahl und Größe der gemanagten Fonds, die Zahl und Größe der gemanagten Risikokapitalinvestitionen, die erwirtschaftete Investmentperformance etc.) abgebildet. Es sind aber nicht nur die Fondsmanager alleine, sondern auch das Managementteam als Ganzes, dass Erfahrung in der wechselseitigen Zusammenarbeit benötigt, denn wie bei jeder Teamaufgabe so führt auch hier erst eine gute Abstimmung zwischen den Teammitgliedern zu einem hochwertigen Ergebnis.

Dieser „Track Record“ ist von überragender Bedeutung (vgl. dazu Kap. 7.1, S. 119), wenn sich die Teams in periodischen Abständen (etwa alle sechs bis sieben Jahre bei Fonds mit einer Laufzeit von 10 Jahren) ins Fundraising für einen neuen Fonds begeben. Für potentielle Fondsinvestoren ist die Erfahrung der einzelnen Teammitglieder und des Teams miteinander einer der zentralen Bewertungsfaktoren, von dem viele andere Investitionskriterien direkt oder indirekt abhängen. Einmal investiert, kann ein Investor nur mehr in Ausnahmesituationen in das Fondsmanagement eingreifen und allenfalls gewünschte Änderungen vornehmen („Blind Pool Investment“).

Die dafür notwendige Erfahrung wird üblicherweise gebildet, indem man in ein Fondsmanagementteam eintritt und sich über viele Jahre bis zum Investmentmanager weiterentwickelt und dabei den erforderlichen „Track Record“ aufbaut.

Eine schwierige Situation tritt auf, wenn z.B. auf Grund der wirtschaftlichen Umfeldbedingungen die Zahl der am Markt aktiven Managementteams unter eine kritische Größe sinkt, weil sich durch das Ausscheiden erfahrener Manager aus dem Markt die Kompetenzbasis so weit ausdünn, dass sich das Risikokapitalangebot auch nach einer deutlichen Verbesserung der Umfeldbedingungen nicht mehr oder nur sehr langsam erholen kann.

---

<sup>14</sup> Genau genommen sind Fondsmanager und Investmentmanager nicht dasselbe. Bei Fondsmanagern stehen das Management und die Administration von Fonds im Vordergrund; bei Investmentmanagern, das Finden, Selektieren, Betreuen und Exitieren von Investments. Im Rahmen der vorliegenden Studie werden die beiden Begriffe aber synonym verwendet.

## 2. Nutzung des Standard-Remunerierungsmodells für das Fondsmanagement

In Europa haben sich über die vergangenen 20 Jahre bestimmte Standards beim Fondsmanagement herausgebildet, die zwar auch weiterhin Schwankungen über den Konjunkturzyklus aufweisen und in Abhängigkeit von der relativen „Marktmacht“ der „LPs“ oder „GPs“<sup>15</sup> stärker oder schwächer ausgeprägt sind. Sie bewegen sich aber immer in bestimmten Bandbreiten und sind weitgehend unabhängig von den wirtschaftlichen Umfeldbedingungen im Regelungsgefüge von Risikokapitalfonds verankert.

Einer der verbreitetsten Standards im Risikokapitalgeschäft ist die Remunerierung und Incentivierung des Fondsmanagementteams in Form einer „Management Fee“, eines „Carried Interest“ und des Kapitalertrages aus einer Fondsbeteiligung.

Für den Aufbau und die Erhaltung der für das Risikokapitalgeschäft nötigen Infrastruktur und zur Finanzierung des laufenden Betriebs, wie er weiter oben überblicksmäßig dargestellt wurde (vgl. Kap. 3.3.1, S. 31), erhält das Team eine „Management Fee“. Diese „Fee“ fällt gleich wie die Aufwendungen und Anstrengungen des Fondsmanagements unabhängig vom wirtschaftlichen Erfolg des Fonds an. Sie bemisst sich während der Investitionsperiode üblicherweise in Prozent des von den Investoren an den Fonds kommittierten Kapitals und danach in Prozent von dem in Portfoliounternehmen investierten Kapital. Die jeweils verwendeten Berechnungsmodalitäten können aber voneinander abweichen. International üblich ist eine Vergütung um die 2,0% p.a., wobei die Fondsgröße einen wesentlichen Einfluss auf den veranschlagten Prozentsatz hat. Typischerweise 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 des in den Fonds eingezahlten Kapitals (auch hier gibt es leicht abweichende Berechnungsmethoden), so dass er gleich wie der Anteil der Fondsinvestoren von den tatsächlichen Fondsergebnissen abhängig ist. In fast 95% der Fälle beträgt der „Carrysatz“ 20% (vgl. SCM, 2010).

Der „Carry“ bietet einen starken Anreiz für das Fondsmanagement, das Risikokapitalgeschäft mit großem Engagement zu betreiben. Aus Sicht der Investoren verzerrt er aber auch die Beteiligungspolitik in Richtung einer zu großen Risikobereitschaft, da das Management zwar an der „Up-Side“ des Fonds substantiell partizipiert, von einer möglichen „Down-Side“ aber nicht betroffen ist. Üblicherweise ist deshalb in den Fondsverträgen eine direkte Beteiligung des Managementteams am Fonds vorgesehen, damit es auch an der „Down-Side“ beteiligt ist und sich so in die Interessensgemeinschaft der Investoren eingliedert.

Daraus wird klar, dass sich das im Risikokapitalgeschäft verwendete Remunerierungsmodell nicht aus historischen, sondern aus klaren systematischen Gründen etabliert hat. Das Erwirtschaften und das Verteilen von Risikokapitalerträgen ist nicht unabhängig voneinander, sondern steht vielmehr in enger Wechselwirkung. „Carried interest“ und

---

<sup>15</sup> LP steht für „Limited Partner“ und bezeichnet die Investoren in Risikokapitalfonds. GP steht für „General Partner“ und verweist auf das Fondsmanagement.

Fondsbeteiligung stellen wichtige Anreizinstrumente für das Management dar, möglichst gute Fondsergebnisse zu erzielen. Eine Abweichung von diesen Mechanismen kann zu Fehlanreizen führen, die sich wieder in den Fondsergebnissen niederschlagen und würde darüber hinaus professionelle Investoren<sup>16</sup> von einer positiven Investitionsentscheidung abschrecken.

### **3.3.2 Fondsstrukturen**

Ähnlich wie beim Fondsmanagement haben sich auch beim Einrichten und Organisieren von Risikokapitalfonds (RK-Fonds) über die vergangenen Jahre stabile Standards etabliert, die die folgenden Punkte umfassen:

3. RK-Fonds werden überwiegend in der Rechtsform einer Kommanditgesellschaft („Limited Partnership“) eingerichtet.
4. Sie sind dabei als „Closed-end“ Fonds organisiert.
5. Die Zahlungsströme eines Fonds folgen dem „Capital Call and Return on Exit“ Prinzip.
6. RK-Fonds sind soweit wie möglich steuereffizient und
7. führen nicht zu einer Betriebsstättenproblemantik.
8. Die „Corporate Governance“ von RK-Fonds sieht bestimmte Leitungsgremien vor.
9. RK-Fonds vermeiden Einschränkung der Investitionstätigkeit soweit wie möglich.

### **3. RK-Fonds sind meist „Limited Partnerships“**

RK-Fonds können entweder als Kapitalgesellschaften oder aber als Personengesellschaften eingerichtet werden. Auf internationaler Ebene dominiert die Personengesellschaft in Form der so genannten „Limited Partnership“ Konstruktion, die den in Österreich und Deutschland üblichen Kommanditgesellschaften nahe kommt.

Kapitalgesellschaften sind durch das Prinzip der Kapitalerhaltung bzw. durch eine gewisse Bindung ihres Kapitals gekennzeichnet. Darüber hinaus sind sie im Vergleich zu Personengesellschaften durch einen höheren Anteil an zwingend anzuwendenden Rechtsnormen charakterisiert.

Personengesellschaften bieten flexiblere Gestaltungsmöglichkeiten, um auf die Bedürfnisse von Investoren und Fondsmanagement eingehen zu können, insbesondere betreffend das Zahlungsmanagement. So fallen Einzahlungen erst bei Durchführung von Investitionen an und lassen sich Exiterlöse aus Beteiligungen rasch wieder an die Investoren zurückführen. Investoren sollten allerdings über einen mittel- bis langfristigen Veranlagungshorizont

---

<sup>16</sup> Als professionell im Rahmen dieser Studie gelten institutionelle Investoren, wenn sie über jahrelange Erfahrung im Risikokapitalgeschäft verfügen und auf Basis eines langfristig orientierten Investitionsprogramms in Risikokapitalfonds investieren.

verfügen, da einmal erworbene Fondsanteile nicht kurzfristig wieder veräußert werden können.

#### **4. RK-Fonds sind als „Closed-end“ Fonds organisiert**

RK-Fonds können als so genannte „Evergreen“ oder „Closed-end“ Fonds konzipiert werden, wobei auf internationaler Ebene die „Closed-end“ Fonds eine dominante Stellung einnehmen. Die beiden Varianten unterscheiden sich vor allem durch ihre Laufzeit.

„Evergreen“ Fonds verfügen über eine unbefristete Laufzeit und sind durch das Prinzip der Kapitalerhaltung geprägt, was auch ihr größter Nachteil ist. Einmal einbezahlte Fondsmittel werden nicht mehr zurückerstattet. Es werden nur die Erträge aus diesen Mitteln in Form von Dividenden ausbezahlt. Für Fondsinvestoren stellt sich damit automatisch die Frage nach der Fungibilität ihrer Anteile, das heißt nach zusätzlichen Maßnahmen, die eine Ausstiegsmöglichkeit aus dem Investment bieten.<sup>17</sup>

„Closed-end“ Fonds sind durch eine im Vorhinein vereinbarte feste Fondslaufzeit von typischerweise zehn plus zwei Jahren gekennzeichnet (vgl. Kap. 3.2.1, S. 27). Die Fondsmittel werden von den Investoren zunächst nur an den Fonds kommittiert, erst bei Bedarf oder anhand vordefinierter Zahlungspläne tatsächlich eingeschossen („Capital Calls“ oder „Draw-downs“) und unmittelbar nach dem Verkauf von Portfoliounternehmen wieder an die Investoren zurückgeführt. Eine langfristige Kapitalerhaltung des Fonds ist nicht beabsichtigt.

Die Vorzüge der „Closed-end“ Variante liegen in der flexiblen Handhabung von Zahlungsströmen zwischen Investoren und Fonds und der raschen Rückführung der Mittel unmittelbar nach einem Beteiligungsexit. Infolge der beschränkten Fondslaufzeit werden Nachfolgefonds meist noch überlappend zur Betreuung bestehender Fonds eingerichtet, was einen zusätzlichen Aufwand auf Seiten des Fondsmanagements in Form periodischer Fundraisingprozesse mit sich bringt.

#### **5. RK-Fonds folgen dem “Capital Call and Return on Exit“ Prinzip**

Das im vorhergehenden Kapitel bereits skizzierte “Capital Call and Return on Exit“ Prinzip, das eng mit „Closed-end“ Fonds verbunden ist, bietet aus Sicht der Fondsinvestoren erhebliche Vorteile, die sich aus dem flexiblen Zahlungsstrommanagement sowie dem vorab festgelegten Ausstieg nach Ende der Fondslaufzeit ergeben.

Da die Mittel der Investoren nur kommittiert nicht aber schon zu Beginn der Fondslaufzeit einbezahlt werden, bleiben sie länger liquide und können ihre Mittel einer selbst gewählten performancestarken Zwischenveranlagung zuführen.

---

<sup>17</sup> In ganz wenigen Fällen, wurde dafür eine Börsennotierung gewählt, die für RK-Fonds keine gute Lösung darstellt. Das RK-Geschäft ist für ein breites Investorenpublikum ungeeignet, weil die Geschäftsverläufe nur schwer verständlich sind, keine kontinuierlichen Erträge anfallen, oft rasche Eigentümerentscheidungen notwendig sind etc.



Dieser Flexibilitäts- und Liquiditätsvorteil wird durch die rasche Rückführung der Fondsmittel an die Investoren nach jedem Exit aus einem Beteiligungsengagement zusätzlich verstärkt.

Mit diesen Vorteilen ist für die Investoren aber auch die Verpflichtung verbunden, den Zahlungsaufforderungen („Capital Calls“) zeitgerecht und in vollem Umfang nachzukommen. Da akkurate Zahlungsströme ausschlaggebend für das reibungslose Funktionieren des Risikokapitalgeschäfts sind, werden in den Verträgen zwischen den PE-Partner auch meist erhebliche Strafen für Zahlungsverzögerungen vereinbart („Haircut Clauses“).

## **6. RK-Fonds werden soweit wie möglich steuereffizient strukturiert**

Das Thema Steuereffizienz berührt zwei Themenblöcke.

- Die Umsatzsteuerpflicht der Management Fee.
- Die Steuertransparenz des Risikokapitalfonds.

Da das Fondsmanagement in den meisten Fällen in einer vom Fonds getrennten Managementgesellschaft organisiert ist, kann die „Management Fee“, die innerhalb des Fonds einfach einen Verrechnungsposten darstellen würde, umsatzsteuerpflichtig werden und so einen Mehraufwand für den Fonds erzeugen, der aufgrund seiner Tätigkeit und der damit einhergehenden unechten Umsatzsteuerbefreiung keinen Vorsteuerabzug geltend machen kann. Das wiederum reduziert die Fondsperformance für die Investoren und damit die Attraktivität und den Anreiz für eine Investition in RK-Fonds.

Da der Fonds ein eigenes Rechtsobjekt darstellt, können in Abhängigkeit von der für den Fonds gewählten Rechtsform Steuern auf Ebene des Fonds anfallen. Dies kann in der Folge für internationale Investoren zu einer Doppelbesteuerung in der Jurisdiktion des Risikokapitalfonds und ihrer eigenen Jurisdiktion führen oder im besten Fall in hohen administrativen Aufwendungen resultieren, um eine solche Doppelbesteuerung zu vermeiden.

Risikokapitalgeber werden daher bei der Wahl des Standortes sowie beim Design für ihren RK-Fonds auf eine steuereffiziente Lösung für die „Management Fee“ achten und eine Doppelbesteuerung ihrer Investoren soweit wie möglich vermeiden.

## **7. RK-Fonds werden eine Betriebsstättenproblematik für ihre Investoren vermeiden**

Selbst wenn es gelingt, steuereffiziente Strukturen für einen RK-Fonds zu schaffen, ist noch nicht gewährleistet, dass Fondsinvestoren aus anderen Ländern auch in ihrer eigenen Jurisdiktion, für die sie Erfahrung und Expertise besitzen, besteuert werden. Ihre Veranlagung bzw. ihre Gesellschafterstellung in einer KG oder „LP“ kann aus steuerlicher Sicht eine Betriebsstätte vor Ort begründen, die eine korrespondierende Steuerpflicht nach sich zieht und zu einem erheblichen Mehraufwand und zu administrativen Hürden führen würde. Bei der Standortwahl und beim Fondsdesign vermeiden Risikokapitalgeber solche Betriebsstättenprobleme soweit wie möglich.

## **8. „Corporate Governance“ sieht bestimmte Leitungsgremien vor**

Im internationalen Risikokapitalgeschäft haben sich ähnlich wie beim Remunerierungsmodell aus systematischen Gründen Leitungsstrukturen herausgebildet, die neben dem Fondsmanagement ein Beratungsorgan („Advisory Board“), ein Entscheidungsgremium („Investment Committee“) sowie eine Investorenversammlung umfassen, deren Aufgaben und Kompetenzen gut abgegrenzt sind.

Das Beratungsorgan vertritt die Interessen der Fondsinvestoren und wird üblicherweise im Zuge des Fundraisings mit besonders einflussreichen Investoren besetzt. In die konkrete Entscheidung über eine Investition ist das „Advisory Board“ nicht eingebunden. 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 zweite Komponente verfügen RK-Fonds über ein „Investment Committee“, das über die Verfolgung bzw. Bearbeitung von Investitionsprojekten sowie die Durchführung von Investments und De-Investments entscheidet. Dieses Entscheidungsgremium besteht aus Vertretern des Fondsmanagements und in manchen Fällen 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 dritte Komponente ist die Investorenversammlung, die meist einmal im Jahr zusammentritt und in außerordentlichen Fällen auf Antrag des Managements, des „Advisory Boards“ 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 (z.B. zustimmungspflichtige Aktivitäten gemäß Verträgen, wie Änderungen der Investitionsstrategie, Verkauf von Fondsanteilen an Dritte).

## **9. RK-Fonds vermeiden Einschränkung der Investitionstätigkeit soweit wie möglich**

Risikokapitalgeber stützen sich auf eine Investitionsstrategie, die Ausdruck ihres spezifischen Know-hows, ihres „Track Records“ und des Risikokapitalmarktes ist, in dem sie aktiv sind. Es ist genau diese Investitionsstrategie, die sie an ihre Investoren verkaufen und weswegen Mittel an ihre Risikokapitalfonds kommittiert werden. Fondsstrukturen, die aufgrund von Regulierungsbestimmungen die Investitionstätigkeit auf bestimmte Gruppen von Unternehmen einschränken (z.B. Frühphasenunternehmen) oder bestimmte Wirtschaftssegmente von Investitionen ausschließen (z.B. Energieversorger), können rasch in Konflikt mit diesen Investitionsstrategien geraten und werden deshalb auch von RKs gemieden, fast unabhängig von den Vorteilen, die sie sonst bieten mögen.

Wenn ein Risikokapitalgeber seine Investitionsstrategie nicht ungehindert umsetzen kann, kann er auch das spezifische Produkt, das er anbietet, nicht verkaufen, sodass zwangsläufig das Interesse der Fondsinvestoren und damit die Fondsmittel ausbleiben werden.

Richtet ein Fondsmanagement einen neuen Fonds ein, sollte es die eben beschriebenen neun Standards beachten. Es ist zwar in jedem Einzelfall möglich, davon abzuweichen, weil z.B. die rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen in der Jurisdiktion des geplanten Fonds eine Umsetzung nicht zulassen, jede Abweichung erhöht aber den Prüfungs- und Verhandlungsaufwand für die Investoren. Vermuten die Investoren hinter den Abweichungen systematische Gründe (z.B. Naheverhältnis vom Fondsmanagementteam zu anderen Investoren) oder sehen sie in den Abweichungen einen Grund für Fehlanreize gegenüber dem Fondsmanagement, werden sie in den meisten Fällen den Prüfungsprozess abbrechen und eine negative Investitionsentscheidung fällen.

Üblicherweise werden Fondsinitiatoren von vornherein einen Standort für ihre geplanten Fonds wählen, in dem sich standardkonforme Strukturen für ihre RK-Fonds abbilden lassen, auch wenn das mit erhöhten „Set-Up“ Kosten verbunden ist. Für Fonds mit einem Volumen unter € 100 Mio. besteht diese Möglichkeit aufgrund der hohen „Set-Up“ Kosten aber meist nicht. Sie sind auf die rechtlichen und steuerlichen Umfeldbedingungen in ihrem eigenen Land angewiesen und stehen bei ungünstigen Bedingungen vor der Frage, ob sie ihren Fonds überhaupt aufbringen können.

### **3.3.3 Regulatorisches Umfeld für Investitionen in Risikokapital**

In Europa zählen Banken, Versicherungen, Pensionskassen und spezialisierte „Fund of Funds“ zu den bedeutendsten Fondsinvestoren in Risikokapital. „Fund of Funds“ sind dabei weitgehend frei in ihren Investitionsentscheidungen, werden in Zukunft aber von der neuen „Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)“ betroffen sein – einer europaweiten Regulierung der Manager von „Alternative Investments Funds“, die weiter unten in einem eigenen Kapitel näher behandelt wird.

Im Gegensatz zu „Fund of Fund“ Investitionen unterliegt das Investitionsverhalten von Banken und Versicherungen umfassenden Regulierungen, die gegenwärtig überarbeitet, in europäische Richtlinien sowie Verordnungen und danach in nationales Recht übergeführt werden, bevor sie mit Ende 2012 bzw. ab 2013 Gültigkeit erlangen. Die neuen Regulierungen umfassen:

10. Basel III: Neue Regulierung für Banken.
11. Solvency II: Neue Aufsichtsregeln für Versicherungen.

#### **10. Basel III: Neue Regulierung für Banken**

Auf Basis der Erfahrungen mit der Finanz- und Wirtschaftskrise wurde Basel III als Grundlage für eine neue Bankenregulierung vom Baseler Bankenausschuss erarbeitet und Ende 2010 verabschiedet (vgl. FMA, 2011a). Basel III setzt sowohl an der Eigenkapitalbasis als auch an den Liquiditätsvorschriften für Banken an und beide Aspekte haben Bedeutung für das Engagement der Banken als Risikokapitalinvestoren. Im Grunde sind Banken aufgefordert, ihr Eigenkapital und ihren Liquiditätsbestand sowohl an die Risiken als auch an den Grad der Liquidität ihrer „Assets“ anzupassen. Investiert eine Bank in einen Risikokapitalfonds, muss sie dieses Investment mit Eigenkapital unterlegen und zwar im Ausmaß des Risikos, das diesem Investment zugeschrieben wird. Entsprechend dem Baseler

Komitee zählen Private Equity Engagements zu den „Assets“ mit hohem Risiko, denen dementsprechend auch sehr hohe Risikogewichte zukommen<sup>18</sup>. Darüber hinaus sollen Banken in Zukunft verpflichtet sein, illiquide „Assets“ aus langfristig stabilen Finanzierungsquellen bedecken zu können<sup>19</sup>. Für eine risikoreiche und illiquide „Asset Class“ wie Private Equity bedeutet das, dass Risikokapitalinvestitionen für Banken teuer und damit unattraktiver werden auch wenn sich an der Veranlagungsperformance gar nichts ändert. Als Folge wird eine spürbare Reduktion des Engagements von Banken als Risikokapitalinvestoren erwartet.

## **11. Solvency II: Neue Aufsichtsregeln für Versicherungen**

Solvency II ist das seit 1999 laufende Gesetzgebungsprojekt der EU zur Neufassung des Versicherungsaufsichtsrechts, welches bis Ende 2012 umgesetzt werden soll (vgl. z.B. FMA, 2011b). Anders als bei Basel III stehen hier nicht die Einzelrisiken, sondern vielmehr ein ganzheitliches System zur Gesamtsolvabilität im Zentrum der Neuordnung. Neben quantitativen (Steht jederzeit ein ausreichendes Solvenzkapital zur Verfügung?) werden auch qualitative Aspekte (Besteht ein adäquates Risikomanagementsystem im Unternehmen?) betrachtet.

Risikoreiche und illiquide Assets wie Private Equity Investitionen werden auch hier durch Kapitalunterlegungspflichten unter Druck kommen. Aufgrund des Konzepts der Gesamtsolvabilität allerdings nicht in dem Maße wie bei Basel III. Aufgrund der hohen Anforderungen an adäquate Risikomanagementsysteme werden aber die Daten- und Transparenzanforderungen sowie der Betreuungsaufwand für Versicherungsinvestoren ansteigen, was gerade für kleinere Risikokapitalfonds eine beträchtliche Erhöhung der administrativen Aufwendungen mit sich bringen wird.

Aktuell können Basel III und Solvency II als die wichtigsten Themen im Bereich des regulatorischen Umfeldes für Risikokapitalinvestitionen gesehen werden. Zwar unterliegen z.B. auch Pensionskassen oder Stiftungen bestimmten Regulierungen, es sind aber vor allem die Änderungen der rechtlichen Umfeldbedingungen durch Basel III und Solvency II, von denen unmittelbare Auswirkungen auf den Risikokapitalmarkt erwartet werden können. Diese Auswirkungen werden dort besonders stark sein, wo vor allem Banken aber auch Versicherung eine große Bedeutung als Fondsinvestoren besitzen, wie z.B. in Österreich.

### **3.3.4 Der Markt für Investitionen in Risikokapitalfonds**

Ein Risikokapitalgeber, der nach Ablauf der Investitionsperiode seines aktuellen Fonds ein internationales Fundraising startet, wird dabei von den potentiellen Fondsinvestoren, die er in Europa oder sogar weltweit anspricht, nicht nur nach seinen eigenen Leistungen bemessen, sondern auch nach dem Marktkontext, in dem er sein Geschäft betreibt und der

---

<sup>18</sup> Das Risikogewicht einer Privat-Equity-Investition einer Bank ist nach den Solvabilitätsvorschriften derzeit (Basel II) und auch zukünftig (Basel III) mit 150% zu gewichten (Position mit hohem Risiko).

<sup>19</sup> Neu bei Basel III ist die Liquiditätskennzahl LCR („Liquidity Coverage Ratio“), wobei Private Equity als illiquide gilt und daher (fristenkongruent) mit langfristiger Liquidität zu unterlegen ist.

erhebliche Auswirkungen auf den Erfolg oder Misserfolg seines neuen Fondsprojekts haben wird. Die wesentlichen Einflussfaktoren im Zusammenhang mit dem Marktkontext sind (vgl. dazu Grabenwarter und Weidig, 2005):

12. Struktur und Entwicklungsgrad des Risikokapitalmarktes.
13. Internationale Einbindung des Risikokapitalmarktes.
14. Das Verhalten der Fondsinvestoren innerhalb eines bestimmten Risikokapitalmarktes.

## **12. Struktur und Entwicklungsgrad des Risikokapitalmarktes**

Aus Sicht eines Fondsinvestors ist entscheidend, dass die Mittel, die er in einem bestimmten Risikokapitalmarkt investiert hat, rasch umgeschlagen und mit vergleichsweise hohen Erträgen an ihn zurückgeführt werden können. Entsprechend des weiter oben beschriebenen Funktionsmodells bedeutet das (vgl. Kap 3.2, S. 27), dass die einmal eingeworbenen Mittel zügig in Unternehmen mit hohen Ertragsaussichten investiert und nach einer drei bis fünfjährigen Entwicklungszeit für die Portfoliounternehmen wieder erfolgreich veräußert werden können. Um das zu ermöglichen, muss ein Risikokapitalmarkt über einen ausreichend großen „Deal Flow“ interessanter Unternehmen sowie über eine große Zahl von Industrieunternehmen verfügen, die am Kauf von Portfoliounternehmen interessiert sind. Er benötigt eine funktionsfähige Börse mit einem Marktsegment, das auch kleine Unternehmen aufnimmt, und es sollte eine ausreichend große Gruppe von Risikokapitalgebern mit Fonds unterschiedlicher Größe und Spezialisierung geben, die sowohl als Käufer von Portfoliounternehmen („Secondary Deals“) als auch als Syndizierungspartner bei besonders riskanten und/oder Know-how-intensiven Deals auftreten können. Wenn diese Voraussetzungen erfüllt sind, gilt ein Risikokapitalmarkt als entwickelt und Investoren werden sich für Investments in Risikokapitalfonds interessieren.

Ein entwickelter Risikokapitalmarkt, wie er hier beschrieben wurde, ist aber nicht automatisch der Risikokapitalmarkt eines bestimmten Landes. Risikokapitalinvestitionen und –exits richten sich nach bestehenden Ertragsmöglichkeiten und nicht nach bestehenden politischen Grenzen.

## **13. Internationale Einbindung des Risikokapitalmarktes**

Je mehr Risikokapitalgeber, die in einem bestimmten Markt aktiv sind, internationale Investoren für ihre Fonds einwerben können und je mehr internationale Investoren in die Risikokapitalfonds eines bestimmten Marktes investiert sind, desto besser ist dieser Markt international eingebunden. Man kennt seine Funktionsweise, die Marktspieler und seinen Entwicklungsgrad und kann seine Ertragschancen daher auch gut bestimmen. Für einen Markt mit nur geringer internationaler Einbindung sind all diese Aspekte erst zu erarbeiten und können manchmal nur sehr schwer in Erfahrung gebracht werden. Genau das erhöht aber wieder die Investitionsunsicherheit und macht gerade in wirtschaftlich schlechten Zeiten, die meist durch hohe Risikoaversion gekennzeichnet sind, Investitionen unattraktiv.

## **14. Das Verhalten der Fondsinvestoren innerhalb eines bestimmten Risikokapitalmarktes**

Investoren in Risikokapitalfonds können als professionell bezeichnet werden, wenn sie über eine jahrelange Erfahrung im Risikokapitalgeschäft verfügen und wenn sie auf Basis eines nachhaltigen Investitionsprogramms agieren.

Teil eines solchen Investitionsprogramms ist meist eine klare „Pairing-Strategie“. Das „Pairing“ ist eine der wesentlichen Erfolgskomponenten für ein Risikokapitalinvestitionsprogramm und erfordert einen langfristigen Planungshorizont. Dabei investiert ein Fondsinvestor in ein erstes sorgfältig selektiertes Portfolio von Risikokapitalfonds. Aus diesem Portfolio werden sich einige Fonds als sehr erfolgreich und professionell erweisen und andere nicht. In der nächsten Investitionsrunde werden die weniger erfolgreichen durch neu ausgewählte Fonds ersetzt. Die Erfolgreichen bleiben im Portfolio und erhalten ein Investment in ihren Folgefonds („Re-up Investment“). Das „Pairing“ mit den Erfolgreichen setzt man dann Runde für Runde fort. Langfristig erhält man auf diese Weise ein ertragreiches Fondsportfolio.

Diese Erfolgsstrategie ist unter professionellen Investoren sehr bekannt und weit verbreitet, so dass eine Folgeinvestition in einen Risikokapitalfonds auch eine starke Signalwirkung für neue interessierte Investoren hat. Dieses Signal wird weiter verstärkt, wenn das Folgeinvestment von einem Investor mit einem räumlichen Naheverhältnis zu einem Risikokapitalfonds kommt, weil man diesem dann räumliche Führungsvorteile und damit ein gewisses „Insider Know-how“ unterstellt.

Vor diesem Hintergrund wird klar, welche Bedeutung dem Verhalten von Fondsinvestoren innerhalb eines Risikokapitalmarktes zukommt. Je nachhaltiger und langfristiger sie in den Risikokapitalmarkt investieren, desto eher sind sie an einer positiven Selektion qualitativ hochwertiger Fondsmanager beteiligt und desto eher signalisieren sie diese Qualität für neu hinzukommende internationale Investoren. Natürlich gelten diese Zusammenhänge auch umgekehrt für Investoren, die in ihrer Investitionsentscheidung maßgeblich von den Schwankungen des Konjunkturzyklus bestimmt werden und kein „Pairing“- , sondern vielmehr ein „Stop-and-Go“-Verhalten zeigen.

### **3.3.5 Der Markt für Risikokapitalinvestitionen in Unternehmen (Beteiligungsmarkt)**

Ein bestimmter Risikokapitalmarkt ist charakterisiert durch die Zahl, die Qualität (Early Stage, Later Stage etc.) sowie die Volumina an Risikokapital, die über eine gegebene Zeitperiode investiert werden. Diese Größen werden maßgeblich bestimmt durch das Aktivitätsniveau der Risikokapitalfonds auf der Angebotsseite, durch die Bereitschaft der Unternehmen zu Risikokapitalinvestitionen auf der Nachfrageseite und durch das Angebot an Substituten und Komplementen für Risikokapitalinvestitionen. Auf das Aktivitätsniveau der Risikokapitalindustrie in einem bestimmten Beteiligungsmarkt wirken daher die folgenden Einflussfaktoren:

15. Interesse und Bereitschaft der Unternehmen zu Risikokapitalinvestitionen.
16. Das Angebot von Förderungen, Krediten und eigenkapitalersetzenden Finanzierungsinstrumenten.
17. Das Angebot von Risikokapital durch internationale Investoren.

### **15. Interesse und Bereitschaft der Unternehmen zu Risikokapitalinvestitionen**

Das Interesse von Unternehmen an Risikokapitalinvestitionen wird stark geprägt durch ihre individuellen wirtschaftlichen Zielsetzungen in Richtung Wachstum und Innovation sowie durch ihre Zugehörigkeit zu bestimmten Branchen. Je mehr Unternehmen starken Wachstumsbranchen angehören, desto größer wird ihr Interesse an Risikokapital sein.

Ausschlaggebend sind aber auch die Unternehmenskultur, das heißt z.B. die Bereitschaft von Familienunternehmen Anteile abzugeben und nach drei bis fünf Jahren einem Unternehmensverkauf zu zustimmen. Eng verbunden damit ist auch das Angebot von Finanzierungen, mit denen Risikokapital vollständig oder teilweise substituiert werden kann. Je eher Substitutionsmöglichkeiten bestehen, desto geringer wird die Bereitschaft zu Risikokapitalinvestments ausfallen.

### **16. Das Angebot von Förderungen, Krediten und eigenkapitalersetzenden Finanzierungsinstrumenten**

Wie im Kapitel 3.1 (vgl. S. 26) erläutert wurde, hat Risikokapital eine eigenständige Aufgabe zu erfüllen und kann für bestimmte unternehmerische Zielstellungen nicht durch Kredite substituiert werden. Das gilt für „riskante“ Innovations- und Wachstumsprojekte genauso wie für den Unternehmenskauf in den immer Eigenkapitaltranchen eingebunden sein müssen<sup>20</sup>.

Sind Kreditanbieter in einem bestimmten Risikokapitalmarkt risikobereiter, z.B. weil sie als Hausbank über einen guten Informationszugang zu ihren Kreditnehmern verfügen und sind Unternehmen bereit auf übermäßig riskante Wachstums- und Innovationsprojekte zumindest teilweise zu verzichten, um keine Unternehmensanteile abgeben zu müssen, ist aber durchaus eine teilweise Substitution möglich. Diese wird dann aber auch die wirtschaftliche Entwicklung der betroffenen Unternehmen bremsen.

Förderungen wirken ähnlich wie günstige Kredite, zeigen darüber hinaus aber noch eine wesentlich höhere Risikobereitschaft. Wird das Instrument der verlorenen Zuschüsse zur Förderung eingesetzt, können Fördermittel auch substitutiv gegenüber Risikokapital wirken. Verlorene Zuschüsse sind zwar projektgebunden haben aber Eigenkapitalqualität. Sollten im

---

<sup>20</sup> Unternehmenskäufe mit Risikokapital oft als Buy-out Transaktionen ausgestaltet, werden vielfach mit Hilfe von Akquisitionskrediten („Leverage“) durchgeführt. Dabei wird natürlich Eigen- durch Fremdkapital substituiert, ohne dass es aber jemals vollständig ersetzt werden könnte. Für jeden Unternehmenskauf ist immer auch ein gewisser Eigenkapitalanteil vorzusehen. In Spitzenzeiten des „Leveraged Buy-out“ waren „Gearing-Quoten“ von bis 1:5 möglich. Aktuell werde sie wohl eher bei 1:1 bis max. 1:3 liegen, soweit ein „geleveragter“ Unternehmenskauf überhaupt möglich ist.

Zuge der Vergabe solcher Förderinstrumente Mitnahmeeffekte auftreten, das heißt, Projekte gefördert werden, die das jeweilige Unternehmen auch ohne die Förderung durchgeführt hätte, fällt faktisch auch die Projektbindung weg und die Fördermittel werden zur Unternehmensfinanzierung mit Eigenkapital. Immerhin können die für das geförderte Projekt vorgesehenen Eigenmittel ohne jegliche Einschränkung anderweitig verwendet werden.

Perfekte Substitute für Risikokapital sind Zuschussförderungen aber dennoch nicht. Sie werden ohne die Unterstützung, die Bereitschaft zu Folgefinanzierungen und den Performancedruck eines Risikokapitalinvestors vergeben, der auf eine rasche Unternehmensentwicklung drängt, um nach drei bis fünf Jahren seine Unternehmensteile mit Profit veräußern zu können. Darüber hinaus sind sie in der Regel auch im Volumen viel zu gering, um als echte Substitute für Risikokapital auftreten zu können.

In Abhängigkeit vom ihrem Design können Zuschuss- sowie Kreditförderungen natürlich auch komplementäre Wirkungen zu Risikokapital entfalten. Risikokapital ist immerhin eine Form der Unternehmensfinanzierung wohingegen Förderungen meist auf einzelne Projekte abzielen. Mit Hilfe von Kredit- und Zuschussförderungen kann die Umsetzung attraktiver Innovations- oder Internationalisierungsvorhaben erleichtert werden, die einen spürbaren Beitrag zur Unternehmensentwicklung liefern, von der natürlich auch investierte Risikokapitalgeber profitiert.

## **17. Das Angebot von Risikokapital durch internationale Investoren**

Risikokapital kann durch Fonds, die in einem bestimmten Risikokapitalmarkt ansässig sind, investiert werden oder aber durch internationale Fonds, die den Schwerpunkt ihres Interesses auf andere Märkte legen und nur fallweise bei interessanten Projekten oder bei einem Nachfrageüberhang über das endogene Angebot aktiv werden.

Diese Substitution von endogenem durch exogenes Risikokapital findet auch tatsächlich statt, kann eine gut entwickelte, vor Ort ansässige Risikokapitalindustrie aber nicht ersetzen.

Risikokapitalinvestitionen sind über die Beteiligungslaufzeit immer durch eine enge Beziehung zwischen Investor und Portfoliounternehmen geprägt, die eine gute Informationsbasis, enge Fühlungskontakte und eine gewisse räumliche Nähe voraussetzt. Werden Investitionen von internationalen Fonds getätigt, dann nur wenn entweder eine solche räumliche Nähe besteht z.B. durch eine eigene Managementeinheit vor Ort oder aber in Form von syndizierten Investments mit einem vor Ort ansässigen Finanzierungspartner. Diese räumliche Zuordnung ist umso stärker, je früher die Entwicklungsphase des jeweiligen Portfoliounternehmens ist, weil damit auch der Betreuungs- und Kontrollaufwand durch den Beteiligungsgeber ansteigt. Nur bei sehr reifen Beteiligungsengagements in lang etablierte mittlere bis große Unternehmen, nimmt die Bedeutung der Betreuungsfunktion und damit auch der räumlichen Nähe in der Regel ab (vgl. Kap. 5.1.1, S. 62).



### **3.3.6 Exitmarkt**

Wie bereits weiter oben skizziert (vgl. Kap. 3.2.4, S. 29) bestehen im Wesentlichen drei unterschiedliche Möglichkeiten für einen erfolgreichen Verkauf von Portfoliounternehmen durch einen Risikokapitalgeber.

18. Bestehende Infrastruktur für Börsengänge
19. „Trade Sale“ an ein Industrieunternehmen
20. „Secondary Deal“ mit einem anderen Risikokapitalgeber

#### **18. Bestehende Infrastruktur für Börsengänge**

Die Infrastruktur, die eine Börse bietet, ist ausschlaggebend für den Erfolg von Börsengängen sowohl für das Unternehmen und das Unternehmensmanagement als auch für den Risikokapitalgeber, der das Unternehmen an die Börse bringt. Für eine Börsennotierung sind eine ganze Reihe von Voraussetzungen zu erfüllen. Unter anderem müssen Unternehmen, die sich qualifizieren wollen, eine bestimmte Größe haben, um für das Investorenpublikum sichtbar zu sein, die administrativen Kosten einer Börsennotierung tragen zu können und einen gewissen Aktienumschlag zu ermöglichen, ohne dass dabei der Preis erheblichen Schwankungen ausgesetzt ist.

Manche Börsen, wie auch die Wiener Börse, bieten eigene Handelssegmente für kleinere Unternehmen an, um den Weg, den ein Unternehmen bzw. ein Portfoliounternehmen bis zur Börsenreife zurücklegen muss, zu verkürzen und damit das „Going Public“ für Risikokapitalgeber zu einem attraktiveren Exitkanal zu machen. Die Anforderungen und Kosten für den Einstieg in ein solches Handelssegment sind dementsprechend spürbar reduziert.

#### **19. „Trade Sale“ an ein Industrieunternehmen**

Viele Risikokapitalgeber nutzen trotz einer gut funktionierenden Börse lieber die Möglichkeit zu einem „Trad Sale“ oder „Secondary Deal“, weil der Verkaufsprozess, die Kosten für den Verkauf und auch die möglichen Verkaufserträge gerade für kleinere Unternehmen besser abschätzbar sind und recht attraktiv ausfallen können. Dennoch erleichtert eine Mindestgröße der Portfoliounternehmen von etwa € 15-20 Mio. Umsatz einen Verkauf an ein Industrieunternehmen spürbar. Darunter sind Portfoliounternehmen nur sehr schwer zu veräußern, weil Industriepartner die erworbenen Unternehmen oft in die bestehenden Strukturen integrieren wollen und diese dazu bereits über kompatible organisatorische Strukturen verfügen müssen. Sind die zu verkaufenden Unternehmen zu klein, bestehen solche Strukturen nicht und Industrieunternehmen, die kein Know-how in der Entwicklung kleiner Unternehmen besitzen und auch keinen Grund für den Aufbau eines solchen Know-hows sehen, haben an einem Kauf kein Interesse.

#### **20. „Secondary Deal“ mit einem anderen Risikokapitalgeber**

Ganz anders ist die Situation bei Risikokapitalgebern, deren Hauptinteresse in der Weiterentwicklung von Unternehmen besteht, um sie nach einer mehrjährigen Aufbauphasen mit Gewinn weiterveräußern zu können. Der Sinn von „Secondary Deals“

besteht deshalb darin, Vorteile aus der Spezialisierung auf bestimmte Entwicklungsphasen von Unternehmen nutzen zu können, indem man Unternehmen früher Phasen zukauf, sie weiter entwickelt und im Rahmen einer Sekundärtransaktion wieder veräußert, bis sie eine geeignete Größe für „Trade Sales“ oder „IPOs“ erreicht haben.

Um solche Spezialisierungsvorteile tatsächlich nutzen zu können, muss man allerdings auf eine diversifizierte und hoch entwickelte Risikokapitalindustrie zurückgreifen können. Fehlt die nötige Marktstruktur, fehlen auch die Exitkanäle gerade in frühen Phasen der Unternehmensentwicklung und das Risikokapital wird in spätere Phasen abwandern.

Eine Alternative zu einer diversifizierten und spezialisierten Risikokapitalindustrie bieten, zumindest in einem gewissen Umfang, eigentlich nur große Frühphasenfonds mit einem ausreichenden Fondsvolumen, um kleine Unternehmen bis zu einer Größe zu entwickeln, für die ein breiterer und lukrativer Exitmarkt besteht.

### **3.4 ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

Risikokapitalgeber übernehmen eine Selektions- (Auswahl der Investments auf Basis eingehender „Due Diligence“-Prozesse), eine Finanzierungs- (Bereitstellung von Eigenkapital oder eigenkapitalähnlichen Mitteln) und eine Mehrwertfunktion (z.B. Servicefunktionen, positive Signalwirkung für andere „Stakeholder“) bei der Entwicklung innovativer, wachstumsorientierter kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU). So eröffnen sie Investitionsmöglichkeiten, die sich mit Hilfe traditioneller Finanzierungsinstrumente, wie unterschiedlicher Formen von Krediten, nicht ausschöpfen lassen.

Damit Risikokapital auch tatsächlich investiert wird, sind die notwendigen Finanzierungsmittel allerdings von finanzkräftigen Investoren einzuwerben und in Risikokapitalfonds zu poolen, bevor sie in erfolgsversprechende Beteiligungsprojekte investiert werden können. Danach müssen die eingegangenen Beteiligungen auch wieder erfolgreich veräußert und so in eine lukrative Veranlagungsperformance für die Investoren verwandelt werden. Es gibt zahlreiche Einflussfaktoren, die bestimmend dafür sind, ob die Mittel in der skizzierten Weise fließen können oder durch Hemmnisse blockiert sind.

Solche Einflussfaktoren umfassen die Qualität (gemessen am „Track Record“) und das Anreizsystem für das Fondsmanagement, die Verfügbarkeit geeigneter rechtlicher und steuerlicher Rahmenbedingungen für die Fondsstrukturen, ein geeignetes regulatorisches Umfeld für Fondsinvestoren und Risikokapitalgeber, einen angemessenen Entwicklungsgrad sowie eine entsprechende internationale Einbindung des Risikokapitalmarktes, Interesse und Bereitschaft der Unternehmen zu Risikokapitalinvestitionen, ein komplementäres Angebot an Fremdmittelfinanzierungen und Förderungen sowie einen entwickelten und dynamischen Exitmarkt.

## **4 Risikokapitalinvestoren und ihre Instrumente entlang des Entwicklungszyklus von Unternehmen**

Im vorhergehenden Abschnitt wurden die Aufgaben und die Funktionsweise von Risikokapital sowie die Einflussfaktoren auf diese Funktionsweise näher beschrieben. Das folgende Kapitel befasst sich

- zuerst mit den unterschiedlichen Phasen des unternehmerischen Entwicklungszyklus im vorbörslichen Bereich,
- gibt dann einen Überblick über verfügbare Instrumente der Unternehmensfinanzierung im Spannungsfeld von Eigen- und Fremdkapital und
- zeigt abschließend, welche Kapitalgeber zur Finanzierung der Unternehmensentwicklung zur Verfügung stehen und welche Instrumente sie nutzen.

Insgesamt soll das Kapitel das Zusammenspiel der unterschiedlichen Kapitalgeber und der von diesen verwendeten Finanzierungsinstrumente entlang des unternehmerischen Entwicklungszyklus aufzeigen und so eine konzeptionelle Grundlage für die Analysen und die Interpretation der empirischen Erhebungen bilden, die in den nachfolgenden Kapiteln dargestellt werden.

### **4.1 DIE UNTERSCHIEDLICHEN PHASEN DES UNTERNEHMERISCHEN ENTWICKLUNGSZYKLUS**

Während seiner Entwicklung und seines Wachstums durchläuft ein Unternehmen typische Entwicklungsphasen, die in der Fachliteratur zwar auf ganz ähnliche Weise charakterisiert, aber dennoch immer wieder unterschiedlich definiert und abgegrenzt werden. Die folgenden Ausführungen orientieren sich an einem weitverbreiteten Phasenmodell, wie es in Grabherr, 2003 und Leitinger et al., 2000 beschrieben wird.

Danach unterteilt sich der unternehmerische Entwicklungsprozess im vorbörslichen Bereich, idealtypischer Weise in zwei Komponenten, die wieder in unterschiedliche Phasen gegliedert sind:

- „Early Stages“.
  - „Seed Phase“.
  - „Start-up Phase“.
  - „First Stage“ oder „Other Early Stage“.
- „Later“ oder „Expansion Stages“.
  - „Second Stage“.
  - „Third Stage“.
  - „Fourth Stage“ oder „Pre-IPO Phase“.

Diese Phasengliederung entsprach ursprünglich auch der, die die EVCA für die Aufbereitung ihrer Daten zu den Risikokapitalinvestitionen verwendet hat. 2008 hat sie diesen Ansatz aber

umgestellt, um aktuelle Entwicklungen innerhalb der Risikokapitalindustrie besser abbilden zu können. Dabei wurden die bisherigen „Later“ oder „Expansion Stages“ in „Later Stage Venture Capital“ und „Growth Capital“ aufgespaltet. Diese beiden Kategorien entsprechen nicht mehr den aufeinanderfolgenden Phasen in einem schematischen Entwicklungsmodell von Unternehmen. Sie versuchen vielmehr darzustellen, dass Wachstumsfinanzierung sowohl von Venture Capital Fonds für stark wachsende Unternehmen auf ihrem Weg zu einem Börsengang als auch von Private Equity Fonds kommen kann, die in reifere Unternehmen investieren, um Expansion auf neue Märkte, Internationalisierungsprojekte oder eine strategische Re-Strukturierung der Unternehmen zu ermöglichen.

In der nun folgenden Darstellung des Phasenmodells, das als konzeptioneller Bezugsrahmen für die Interpretation der empirischen Ergebnisse in späteren Kapiteln dient, wird der neue Ansatz der EVCA für die Auswertung ihrer Daten mit berücksichtigt.

#### **4.1.1 Frühphasen oder „Early Stages“**

Die Frühphasen der Unternehmensentwicklung untergliedern sich typischer Weise in die „Seed“, die „Start-up“ und „First-Stage Phase“.

Die „**Seed Phase**“ liegt vor der eigentlichen Unternehmensgründung und ist damit streng genommen auch keine Unternehmensphase (Vorgründungsphase). Sie dient zur Ideenentwicklung, zur Durchführung von Forschungs- und Vorbereitungsarbeiten sowie zur Konzeptentwicklung („Proof-of-Concept“) für die Unternehmensgründung, wodurch ihr eine große Bedeutung für den Erfolg der nachfolgenden Phasen zukommt. Das nötige Investitionsvolumen in der „Seed Phase“ variierte sehr stark mit dem Geschäftsgegenstand des zukünftigen Unternehmens und kann daher nur sehr grob mit einer Größenordnung von bis zu €150.000 angegeben werden. Während im Internetbereich die „Seed Phase“ manchmal nur Wochen benötigt, kann sie z.B. im Biotechnologiebereich bis zu mehreren Jahren dauern.

Über die letzten Jahre ist immer wieder auch der Begriff „Pe-Seed Phase“ in der Literatur und der Förderpraxis verwendet worden. Dabei handelt es sich in den meisten Fällen nicht um eine neue noch frühere Entwicklungsstufe, sondern nur um eine Begriffsverschiebung. Ein Beispiel dafür dürften die „Pre-Seed“ Initiative sowie das Seedfinancing-Programm der aws darstellen. Das Seedfinancing-Programm, das eigentlich die Gründungsphase von Unternehmen fördert, ist bereits in den 90er Jahren entstanden, so dass man vermutlich die zeitlich jüngere Förderinitiative, die sich mit vorgelagerten Arbeiten wie dem „Proof-of-Concept“ befasst, eben „Pre-Seed“ getauft hat, um mit dem Namen auch die Förderintention anzudeuten. Die Begriffsverschiebung ist in diesem Falls wahrscheinlich einfach auf eine historische Entwicklung zurückzuführen.

In der „**Start-Up Phase**“ wird das Unternehmen gegründet, die Produktentwicklung durchgeführt und für eine erste Kommerzialisierung fertiggestellt. Darüber hinaus wird meist mit den Vermarktungsanstrengungen begonnen.

Auch in dieser Phase kann der Kapitalbedarf stark variieren und nur ungefähr mit einem Betrag von bis zu € 500.000 oder in Einzelfällen auch darüber angegeben werden.

Auf die „Start-up-Phase“ folgt die „**First-Stage**“ oder „**Other Early Stage**“, wie die Phase von der EVCA für ihre Datenerhebungszwecke genannt wird. Die Charakterisierung, die die EVCA für die unternehmerische Entwicklungsstufe verwendet, weicht allerdings zum Teil von den in der Fachliteratur vertretenen Modellen ab. So sieht Grabherr, 2003 die Phase hauptsächlich durch die Kernproduktenwicklung gekennzeichnet, in die auch Pilotkunden eingebunden werden, wohingegen die EVCA, die Produktentwicklung als abgeschlossen beschreibt und den Aufbau der Produktion sowie des Vertriebs für das kommerzialisierbare Produkt in den Mittelpunkt stellt. In beiden Ansätze hat das Unternehmen allerdings den „Break Even“ noch nicht erreicht und operiert demensprechend noch nicht profitabel. Das typische Finanzierungsvolumen dieser Entwicklungsstufe gibt Grabherr, 2003 mit rund € 1,5 Mio. an.

#### **4.1.2 Die „Späteren Phasen“ oder „Later Stages“ bzw. „Expansion Stages“**

Mit Abschluss der „First Stage“ beginnt die Gruppe der „Later Stage“-Phasen, die die „Second Stage“ oder „C-Round“, die „Third Stage“ oder „D-Round“ und die „Fourth Stage“, Pre-IPO Phase oder „E-Round“ umfassen.

In der „**Second Stage**“ wird ein fertiges und skalierbares Produkt für einen wachsenden Markt produziert. Das neue Unternehmen trifft auf seine Konkurrenten, versucht seinen Heimmarkt zu durchdringen und Marktanteile zu gewinnen. Hier können zum ersten Mal „Economies of Scale“ in der Produktion und im Vertrieb genutzt werden, die typisch für Wachstumsphasen in der Unternehmensentwicklung sind. Mit der „C-Round“ hat das Unternehmen auch einen großen Finanzierungsbedarf, der wieder grob mit bis zu € 5 Mio. angegeben werden kann.

Mit der „**Third Stage**“ startet das Unternehmen erste Internationalisierungsschritte, bei denen es mit angrenzenden oder leichter zu bearbeitenden Märkten beginnt, die hohe Erfolgschancen versprechen. Erst wenn diese Schritte abgeschlossen sind, können die Internationalisierungsanstrengungen auch auf entferntere Märkte mit einem vielversprechenden Volumen und guten Eintrittsmöglichkeiten ausgedehnt werden. Der in solchen Phasen übliche Kapitalbedarf kann leicht bis auf € 7,5 Mio. anwachsen.

In ihrer seit 2008 verwendeten Kategorisierung der Unternehmensphasen fasst die EVCA die C- und D-Round unter dem Begriff „Later Stage Venture Capital“ zusammen und weist dementsprechend auch die Daten zu den Risikokapitalinvestitionen aus.

Als letzte Phase im Rahmen der „Expansion Stages,“ gelangt ein Unternehmen in die „**Fourth Stage**“ oder **Pre-IPO Phase**, die oft durch die Konsolidierung des bisherigen Geschäfts und die Bildung einer „Unternehmenstory“ für den bevorstehenden Börsengang gekennzeichnet ist. Die zünftigen IPO-Investoren und auch die Käufer der Aktie am Sekundärmarkt müssen eine positive Einschätzung über die zukünftigen Entwicklungsmöglichkeiten des Unternehmen bekommen und das Unternehmen selbst muss sich auf die Transparenz- und Kommunikationsanforderungen auf dem öffentlich zugänglichen Börsenmarkt vorbereiten. Da es sich beim „Pre-IPO“ mehr um eine Transformations- als um eine stürmische Wachstumsphase handelt, ist der Kapitalbedarf nicht mehr so hoch und liegt bei ungefähr € 5 Mio.

Mit der „Pre-IPO Phase“ endet der vorbörsliche Entwicklungsprozess von Unternehmen und damit auch das Phasenmodell, das auf idealtypische Weise gezeigt hat, wie sich ein Unternehmen von der Vorgründung bis zum Börsengang entwickelt. Allerdings durchschreiten nur wenige Unternehmen alle genannten Stufen. Meist bleiben sie auf einer beliebigen stehen oder zeigen auch eine Wellenentwicklung zwischen zwei oder mehreren Phasen. Dabei müssen sie natürlich nicht klein bleiben, sondern können eine unbestimmte Größe und Reife der Organisations- und Abwicklungsprozesse erreichen. Risikokapitalinvestitionen in solche reifen Unternehmen der „Third“ und der „Fourth Stage“ werden eher von Private Equity Gebern oder Mezzaninfinanziers und nicht mehr von Venture Capital Investoren durchgeführt. Solche Investments haben auch nichts mehr mit einem sequenziellen unternehmerischen Entwicklungsprozess zu tun und werden zwar nicht automatisch aber typischer Weise im Rahmen von „Buy-out Transaktionen“ abgewickelt, die dem Unternehmenskauf und nicht (nur) der Unternehmensfinanzierung dienen (Gesellschafterwechsel). Wie Buy-out Transaktionen grundsätzlich funktionieren, wird daher auch nicht an dieser Stelle, sondern in Kap. 4.3.4 (vgl. S. 57) des vorliegenden Abschnitts näher erläutert.

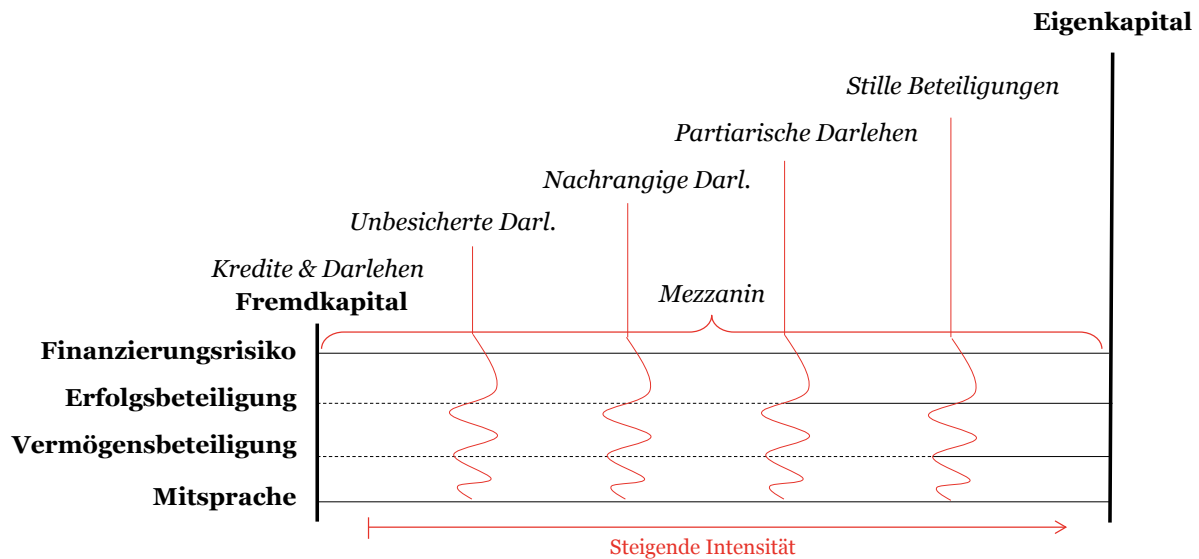
#### **4.2 ÜBERBLICK ÜBER DIE INSTRUMENTE DER UNTERNEHMENSFINANZIERUNG**

Im Grunde ergeben sich alle Instrumente der Unternehmensfinanzierung als Kombination der vier unterschiedlichen Komponenten „Finanzierungsrisiko“, „Erfolgsbeteiligung“, „Vermögensbeteiligung“ und „Mitspracherecht“. Wie Abbildung 3 zeigt, markieren Eigen- und Fremdkapital die Extrempole, wobei sich die Intensität der vier Komponenten vom Fremd- zum Eigenkapital steigert. Dazwischen liegen alle möglichen Kombinationen, wobei typische und im Kontext dieses Papiers interessante Formen von Unternehmensfinanzierungsinstrumenten in der Graphik eingetragen sind. Die roten Wellenlinien symbolisieren, dass bei der Ausgestaltung der einzelnen Instrumente immer ein gewisser Spielraum besteht<sup>21</sup>. Das Ende der strichlierten schwarzen Linien deutet an, wann die unterschiedlichen Komponenten zu wirken beginnen. Eine durchgezogene schwarze Linie symbolisiert die Steigerung der Intensität einer Komponente von links nach rechts.

---

<sup>21</sup> Die Gestalt der Wellenlinie symbolisiert nur einen bestehenden Spielraum, sie gibt nicht Aufschluss über die Größe und Form dieses Spielraums.

**Abbildung 3 Instrumente der Unternehmensfinanzierung**



#### 4.2.1 Kredite und Darlehen

Reines Fremdkapital wird typischer Weise als Darlehen oder als Kredit<sup>22</sup> auf eine bestimmte Zeit und verbunden mit einem Tilgungsplan zur Verfügung gestellt, der die Konditionen für die Rückführung des Kapitals festlegt. Als Entgelt für die Kapitalüberlassung werden Zinsen zu einem bestimmten Satz fixiert, der sich meist als Aufschlag auf einen Marktzinssatz, wie den EURIBOR („Euro Interbank Offered Rate“), berechnet. Die Höhe des Aufschlags variiert mit der Laufzeit des Darlehens oder Kredits und den damit verbundenen Finanzierungsrisiken. Zinsen und Tilgungsraten können entweder periodisch bezahlt werden oder aber es werden nur die Zinsen periodisch und die Tilgungen erst am Ende der Laufzeit entrichtet.

Die Entscheidung ob und in welcher Höhe ein Kredit vergeben werden soll, beruht auf einer Bonitätsprüfung, mit der die Fähigkeit eines Kreditnehmers eingeschätzt wird, dem Fremdmittelgeber sein Geld samt Zinsen wieder zurückzuzahlen. Im Rahmen solcher Prüfungen wird das Ausfallrisiko für die vergebenen Mittel anhand von Deckungsindikatoren ermittelt, wie z.B. dem Anlagendeckungsgrad (Anlagendeckungsgrad I: Eigenkapital im Verhältnis zum Anlagevermögen), der Eigenkapitalquote (Eigenkapital im Verhältnis zum Gesamtkapital) oder dem Zinsdeckungsgrad (Operatives Ergebnis vor Zinsen

<sup>22</sup> Im Sommer 2010 ist das Darlehens- und Kreditrechts-Änderungsgesetz 2010 in Kraft getreten, mit dem die §§ 983 ff ABGB geändert wurden. Darlehensverträge sind nunmehr Konsensualverträge. Ein Darlehen kann verzinslich oder unverzinslich sein und sich auf Sachen oder Geld beziehen. Der Kreditvertrag wird erstmals ins Gesetz aufgenommen (§ 988 ABGB) und ist eine Unterart des Darlehensvertrages, nämlich ein verzinsliches Gelddarlehen. Für die folgenden Ausführungen ist der rechtliche Unterschied zwischen Darlehen und Kredit aber unerheblich, so dass die beiden Begriffe synonym verwendet werden.

und Steuern im Verhältnis zum Zinsaufwand). Solche Indikatoren werden auch oft in den Kredit- oder Darlehensvereinbarungen im Rahmen von „Financial-Covenants“ verwendet. „Covenants“ sind dabei Vereinbarungen zu Grenzwerten, die im Fall ihrer Überschreitung im Vorhinein vereinbarte Maßnahmen auslösen und im Extremfall zur sofortigen Fälligkeit der Kredite oder Darlehen führen können.

In Ergänzung zu den Bonitätsprüfungen werden in der Regel auch Besicherungen für die vergebenen Darlehen vereinbart, so dass das Unternehmen mit einem Teil oder allen seinen Assets und/oder die Unternehmenseigentümer mit ihrem Privatvermögen für die Überlassung der Fremdmittel haften.

Im Falle der Zahlungsunfähigkeit des Fremdmittelnehmers werden Darlehen oder Kredite vorrangig behandelt. Das heißt, sie werden aus dem Vermögen des Schuldners vor den Eigenkapitalgebern und den Investoren von eigenkapitalähnlichen oder nachrangigen Mitteln bedient. Konventionelle Fremdkapitalgeber übernehmen also nur „geringe“ Finanzierungsrisiken.

Kreditgeber sind weder am Gewinn/Verlust (Erfolgsbeteiligung) noch am Vermögen (Vermögensbeteiligung) ihrer Schuldner beteiligt, noch verfügen sie über ein Mitspracherecht bei der Unternehmensführung, solange vereinbarte „Financial-Covenants“ nicht durchschlagen werden.

Der wesentliche Vorteil von Krediten und Darlehen besteht aus Sicht der Unternehmen in ihrer Fähigkeit die Eigenkapitalrendite zu leveragen: Erhält ein Unternehmen ein Darlehen zu einem Zinssatz unterhalb seiner Gesamtkapitalrendite, „verbilligt“ sich die Unternehmensfinanzierung und hebt dadurch die Eigenkapitalrendite nach oben.

#### **4.2.2 Mezzanin oder Mezzaninkapital**

Der Begriff Mezzaninkapital umfasst alle verfügbaren Finanzierungsinstrumente zwischen den Eigen- und den Fremdmitteln, so dass unbesicherte Darlehen genauso darunter fallen, wie atypisch Stille Beteiligungen, die bereits nahe am Eigenkapital liegen. Für die tatsächliche Ausgestaltung einer bestimmten Mezzaninfinanzierung und die Gewichtung der einzelnen Finanzierungsinstrumente, die dabei miteinander kombiniert werden, besteht viel Gestaltungsspielraum. Ein Mezzaninfinanzierer kann auch hohe Finanzierungsrisiken übernehmen, erfolgs- oder vermögensbeteiligt sein und er kann natürlich über Mitspracherechte verfügen.

Die Vorteile von Mezzaninfinanzierungen liegen in der höheren Risikobereitschaft des Finanziers und dem finanziellen Spielraum, den das Unternehmen für die Umsetzung seiner Wachstumspläne bekommt, insbesondere dann, wenn auf Sicherheiten verzichtet, Nachrangigkeit gewährt und Teile des überlassenen Mezzaninkapitals erst gezahlt (Kapitalisierung der Zinsen, Tilgung zum Ende der Laufzeit) werden müssen, wenn die unternehmerischen Investitionen gereift sind und entsprechende Erträge abwerfen.

#### **4.2.3 Unbesicherte und Nachrangige Darlehen**

Unbesicherte Darlehen, die die erste Stufe des Mezzaninkapitals bilden, unterscheiden sich von den zuvor dargestellten Darlehen und Krediten durch die Bereitschaft des Finanziers, auf



zusätzliche Sicherheiten in Ergänzung zur Bonitätsprüfung zu verzichten. Das wird zwar auch zu einer Erhöhung des Zinssatzes für die Darlehen führen, gleichzeitig wird aber auch das Aufbringen zusätzlicher Kredite und Darlehen erleichtert, da Vermögenswerte für deren Besicherung frei bleiben.

Im Fall von nachrangigen Darlehen besteht der Unterschied zu reinem Fremdkapital in der Bereitschaft des Darlehensgebers, bei Eintreten einer Insolvenz des Schuldners seine Forderung hinter die anderer Fremdmittelgeber zu reihen. Falls solche Vereinbarungen getroffen werden, dann meist bilateral. Das heißt, der Darlehensgeber stellt seine Forderungen nicht gegenüber jedem anderen Fremdmittelgeber eines Unternehmens nachrangig, sondern nur gegenüber genau bestimmten. Wieder wird dieses Zugeständnis mit einem höheren Zinssatz erkaufte werden müssen und auch hier wird das Aufbringen zusätzlicher Kreditmittel erleichtert, weil andere Fremdmittelgeber vorrangig auf die verfügbare Haftungsmasse des Darlehensnehmers zurückgreifen können.

Unbesicherte und nachrangige Darlehen bieten also den Vorteil, das Aufbringen zusätzlicher Darlehen und Kredite zu erleichtern. Darüber hinaus werden sie trotz des höheren Zinssatzes, der für ihre Vergabe verlangt wird, meist auch noch mit einem Leverageeffekt verbunden sein.

#### **4.2.4 Partiarische Darlehen**

Partiarische Darlehen (Beteiligungsdarlehen) können, müssen aber nicht unbesichert und nachrangig vergeben werden. Charakteristisch für diese Form des Mezzaninkapitals ist die Erfolgsbeteiligung, die zwischen Mezzaningeber und Mezzaninnehmer vereinbart wird. Zwar können als Entgelt für die Überlassung der Mittel auch Zinsen wie bei der konventionellen Form des Fremdkapitals verlangt werden, der Schwerpunkt der Entgeltszahlung liegt aber auf der Festlegung eines Gewinnanteils (Erfolgsbeteiligung) (z.B. 15% des Reingewinns), der auch nach oben gedeckelt werden kann (z.B. 15% des Reingewinns, wobei die Verzinsung des partiarischen Darlehens 9% p.a. nicht überschreiten soll). Eine Vermögensbeteiligung besteht nicht.

Auskunfts- und Rechnungslegungsansprüche sind im Rahmen des partiarischen Darlehens zwar vorgesehen, ein aktives Mitspracherecht kann aber nicht geltend gemacht werden. Der Darlehensgeber haftet ohne gesonderte Vereinbarung auch nicht für Ansprüche von Dritten, sondern nimmt gleich wie bei Darlehen und Krediten eine Gläubigerstellung ein.

Partiarische Darlehen tragen oft ein hohes Finanzierungsrisiko, bieten immer noch Leveragemöglichkeiten und nehmen bereits Züge von Wachstumskapital an.

#### **4.2.5 Stille Beteiligungen**

Stille Beteiligungen können dem echten Eigenkapital bereits sehr nahe kommen. Sie sind gesellschaftsrechtlicher Natur und heißen deshalb auch Stille Gesellschaft. Die Stille Gesellschaft kann in typischer oder atypischer Form auftreten und bietet in beiden Ausprägungen große Gestaltungsfreiheit.

Im Rahmen der typischen Stillen Gesellschaft bestehen zwar gewisse Kontrollrechte des Stillen, der tätige Teilhaber oder Geschäftsherr ist aber weiterhin für die Geschäftsführung

zuständig und es gibt kein aktives Mitspracherecht. In Abhängigkeit von den vertraglichen Vereinbarungen begründet die Einlage des Stillen eine Gläubigerstellung, sie kann aber auch nachrangig sein. Eine Beteiligung am Gewinn wird immer gewährt, die Verlustbeteiligung lässt sich aber ausschließen. Auch die Fristigkeit, mit der eine Einlage gewährt wird, lässt sich ex ante vertraglich festlegen, so dass Stille Beteiligungen in ihrer schwächsten Form einem partiarischen Darlehen sehr nahe kommen.

Auf der anderen Seite des Spektrums ganz in der Nähe des Eigenkapitals findet sich die atypische, Stille Beteiligung, die mit einer Gewinn- und Verlustbeteiligung sowie einer Beteiligung am Vermögen des Unternehmens (Anlagevermögen, stille Reserven, ggf. Firmenwert) verbunden ist. Der Stille wird Mitunternehmer und erhält Mitspracherechte, haftet aber auch gegenüber Dritten mit seiner Einlage.

Die Vorteile der stillen Gesellschaft liegen in der deutlich höheren Risikobereitschaft des „Stillen“ und der Langfristigkeit, mit der die Mittel bereitgestellt werden. Neben den Fragen von Finanzierungsrisiko, Erfolgs- und Vermögensbeteiligung sowie Mitsprache sind oft auch steuerliche Aspekte für die Ausgestaltung als typische oder atypische stille Gesellschaft ausschlaggebend.

#### **4.2.6 Eigenkapital**

Mit dem Eigenkapital hat man das Ende des Finanzierungsspektrums erreicht. Hier haben die vier Komponenten Finanzierungsrisiko, Erfolgs- und Vermögensbeteiligung sowie Mitsprache ihre größte Ausprägung. Eigenkapitalgeber sind am Stamm- oder Grundkapital eines Unternehmens beteiligt und partizipieren abhängig von der für das Unternehmen gewählten Rechtsform in vollem Umfang an den Gewinnen- und Verlusten sowie am Vermögen des Unternehmens. Sie haften uneingeschränkt mit ihrer Einlage oder ihrem privaten Vermögen gegenüber den Forderungen Dritter und verfügen außerdem über weitgehende Mitspracherechte.

### **4.3 *DIE UNTERSCHIEDLICHEN KAPITALGEBER ZUR FINANZIERUNG DER UNTERNEHMENSENTWICKLUNG***

Die Kapitalgeber und Finanziers entlang des unternehmerischen Entwicklungszyklus lassen sich grob in Eigen- und Fremdkapitalgeber einteilen.

Die Eigenkapitalgeber umfassen dabei

- Die Unternehmer oder Unternehmenseigner
- Familie und Freunde des Unternehmers
- „Business Angels“
- “Early Stage” Venture Capital Geber
- “Later Stage” Venture Capital Geber
- Private Equity Investoren im Wachstumsbereich (“Growth Capital”)
- Private Equity “Buy-out” Investoren

Die Fremdmittelfinanziers setzen sich aus den folgenden beiden Gruppen zusammen

- Kreditgeber oder Banken
- Mezzaninkapitalinvestoren

#### **4.3.1 Unternehmer, Familie und Freunde**

Die Unternehmer oder Gründer selbst und ihre Familien und Freunde liefern die hochwertigste Form von Eigenkapital, die das volle wirtschaftliche Risiko trägt, an der Grundfinanzierung des Unternehmens beteiligt ist und einen langfristigen Charakter aufweist.

Diese Form der Eigenmittel ist notwendig, um unternehmerische Aktivitäten in Gang zu setzen, die ersten Schritte durchzuführen und um weiteres Eigenkapital von externen Investoren akquirieren zu können. Fremdmittelgeber würden ohne eine ausreichende Eigenmitteldeckung überhaupt keine Finanzierungsmittel bereitstellen.

Neben dem Eigenkapital stellt diese Investorengruppe (Unternehmer, Familie und Freunde) auch Fremdmittel in Form von Gesellschafterdarlehen zur Verfügung. Solche Darlehen sind immer in der Regel nachrangiger Natur und meist auch unbesichert. Sie werden anstatt zusätzlicher Eigenmittel ins Unternehmen investiert, weil sie zinstragend sind, wodurch die Steuerbemessungsgrundlage der Gesellschaft reduziert wird, was steuerliche Vorteile bieten kann, und rasch zugeführt sowie auch wieder zurückgeführt werden können, ohne dass dazu große administrative Aufwendungen notwendig sind (z.B. Kapitalerhöhung bzw. Kapitalherabsetzungen bei Kapitalgesellschaften durch die Haupt- bzw. Generalversammlung).

#### **4.3.2 Business Angels**

Business Angels (BAs) sind Investoren, die aufgrund ihrer Motivlage oft auch bereit sind, in sehr frühe Phasen der Unternehmensentwicklung zu investieren. Bei diesen Investoren handelt es sich um wohlhabende oder reiche Einzelpersonen, die ihr Vermögen meist selbst durch eine oder mehrere („Serial Entrepreneur“) erfolgreiche Unternehmensgründungen oder in gut dotierten Managementpositionen erworben haben. Für sie ist eine gute Veranlagungsperformance zwar wichtig, in vielen Fällen werden sie aber auch von einer intrinsischen Motivation geleitet, die Entwicklung und Vermarktung neuer Technologien und/oder die Gründung und Entwicklung neuer Unternehmen zu unterstützen.

Dazu gehen sie Eigenkapitalengagements ein, die jenen der Venture Capital Geber sehr ähnlich sind. Die meisten BAs werden daher auch einen Exitplan verfolgen, der ihr ursprüngliches Investment samt den zugehörigen Erträgen wieder flüssig und verfügbar macht.

Natürlich ist es auch für Business Angels möglich, Gesellschafterdarlehen zu vergeben, um den Unternehmen dringend benötigte Liquidität rasch zuzuführen oder um zusätzliche Beteiligungsanreize zu setzen<sup>23</sup>. Da solche Darlehen zinstragend sind und gerade in frühen

---

<sup>23</sup> Gesellschafterdarlehen werden oft genutzt, um dem Management von Portfoliounternehmen zusätzliche Anreize zu geben, die Wertentwicklung der Portfoliounternehmen voranzutreiben. Die

Unternehmensphasen ein Zinsendienst nur schwer getragen werden kann, wird die Zinsenlast entweder über längere Laufzeiten kapitalisiert oder es wird gänzlich auf das Darlehensinstrument verzichtet.

### **4.3.3 Venture Capital Geber**

Die Venture Capital (VC) Geber bilden die erste Stufe der institutionellen Investoren. Wie das Beteiligungsgeschäft im Prinzip funktioniert, wurde bereits in Kap. 3 näher erläutert, so dass im Folgenden der Einsatz der Beteiligungsinstrumente im Vordergrund steht.

Venture Capital Geber investieren Eigenkapital, das entweder in purer Form oder verbunden mit anderen Instrumenten, wie z.B. Gesellschafterdarlehen, vergeben wird. „Early Stage VCs“ werden dabei eher auf reine Eigenkapitalinvestments, „Later Stage VC“ immer stärker auch auf andere Instrumente zurückgreifen. Egal wie der Instrumentenmix im Einzelnen aussehen mag, Ziel der Investitionen ist es meist, die Unternehmensentwicklung voranzutreiben, um nach drei bis fünf Jahren den Beteiligungswert so weit gesteigert zu haben, dass ein ertragsstarker Verkauf der Unternehmensanteile möglich ist. Genau das gleiche Investitionsmotiv haben auch Private Equity Investoren. VCs unterscheiden sich von diesen aber durch die „Value Driver“, wie z.B. Technologieentwicklung, Innovation und rasches Unternehmenswachstum, und durch den Reifegrad der Unternehmen, in die sie investieren.

„Early Stage VC“ investieren in die „Start-up Phase“ vor allem aber in die „First Stage“, „Later Stage VCs“ eher in die „Second“ und „Third Stage“, wobei sich letztere bereits mit Private Equity Investoren überschneidet. Sehr gering ist der Anteil der Venture Capital Geber, die sich schon in sehr frühen Phasen engagieren. Inkubatoren, die nicht nur Kapital, sondern auch Infrastrukturleistungen wie Büro- oder Laborräumlichkeiten anbieten, sind ein Sonderbeispiel für echte Frühphaseninvestoren.

In jedem Fall wird ein institutioneller Eigenkapitalinvestor aber viel Zeit und Mühe für die Gestaltung der Beteiligungsverträge aufwenden, die die Verteilung der Erlöse im Falle eines (erfolgreichen) Exits genauso regeln, wie die Mitspracherechte im Unternehmen. Bei den Mitspracherechten muss gewährleistet bleiben, dass auch harte Entscheidungen wie der Austausch des Managements, die Entlassung von Mitarbeitern, der Verkauf oder die Liquidierung von Unternehmensteilen oder des gesamten Unternehmens rasch und unproblematisch durchgeführt werden können. Bei den Verdienstmöglichkeiten des Managements ist sicherzustellen, dass dieses substanziell an den Exiterlösen mitpartizipieren kann.

Zwischen „Early Stage“ und „Later Stage Venture Capital“ Gebern, „Business Angels“ und Unternehmern besteht insofern eine enge Beziehung als der für Investoren der späteren Phasen verfügbare „Deal Flow“ zumindest zum Teil von der Investitionsbereitschaft der Investoren der früheren Phasen abhängt. In Kap. 3.3.4 (vgl. S. 41) wurden diese Zusammenhänge unter dem Titel „Struktur und Entwicklungsgrad des Risikokapitalmarktes“ bereits erläutert.

---

Gesellschafterdarlehen werden dabei eingesetzt, um die Anteile des Managements am Unternehmen zu lerveragen.

#### **4.3.4 Private Equity Investoren**

Private Equity (PE) Investoren unterscheiden sich von Venture Capital (VC) Gebern neben den „Value Drivers“ vor allem durch den Reifegrad der Unternehmen, in die sie investieren und durch den Strukturierungsgrad ihrer Investitionen.

Sie unterscheiden sich mit ihrem Investitionsinteresse an der „Third Stage“ zwar mit „Later Stage VCs“, für ein Investment müssen Beteiligungsunternehmen aber bereits über eine etablierte Geschäftsstrategie, ein erfahrenes Management, eine angemessene Ressourcenausstattung und über ein geeignetes Anreizsystem für das Unternehmensmanagement verfügen. Über die Ressourcenausstattung, die Geschäftsstrategie und die Qualifikation des Managements zur Umsetzung der Strategie wird vor dem Einstieg ins Unternehmen bei der Selektion geeigneter Investitionsziele entschieden. Die Finanzierungsmittel und ihre Strukturierung, das Anreizsystem und die Möglichkeit in die Umsetzung der Geschäftsstrategie anhand der Mitspracherechte einzugreifen, sind die wesentlichen Steuerungsvariablen des Private Equity Gebers.

Darüber hinaus dienen Private Equity Investments oft nicht nur der Unternehmensfinanzierung, sondern dem Unternehmenskauf. Das heißt, im Zuge von Transaktionen werden Mehrheitsanteile übernommen. Im Falle von „Buy-outs“ werden solche Transaktionen in mehrere Finanzierungsschichten strukturiert. Es wird eine eigene Erwerbsgesellschaft („NewCo“) gegründet, die mit Eigenmitteln und auf den jeweiligen Anlassfall zugeschnittene Kredit- und Mezzanintranchen, ausgestattet wird. Die verfügbaren Mittel werden dann genutzt, um ein Beteiligungsunternehmen zu erwerben, das anhand von Gewinnausschüttungen die Zinslast der Fremdmittel in der „NewCo“ finanziert. Die Private Equity Geber sind als Eigenmittelgeber meist die verantwortlichen Leadinvestoren einer solchen Transaktion.

Private Equity Investitionen dieser Art sind daher sehr eng mit dem Angebot von Fremdmitteln in Form von Krediten und Mezzaninprodukten<sup>24</sup> verbunden. Gerade bei Wachstumsfinanzierungen oder Transaktionen, bei denen der Eigentümerwechsel nicht im Vordergrund steht, können Eigenmittel oft auch durch Fremdmittel oder Mezzaninprodukte substituiert werden und aus der Komplementaritätsbeziehung der beiden Finanzierungsinstrumente wird Konkurrenz.

#### **4.3.5 Mezzaninkapitalinvestoren**

Mezzaninfinanzierungsprodukte für den Einsatz im Rahmen von Private Equity Beteiligungen oder für eigenständige Finanzierungstransaktionen werden von eigenen Mezzaninkapitalanbietern bereitgestellt, die oft nach dem gleichen Muster wie PE/VC-Geber

---

<sup>24</sup> Nach einer Stellungnahme des Fachsenates für Handelsrecht und Revision der Kammer der Wirtschaftstreuhänder ist ein bilanzieller Ausweis als Eigenkapital nur zulässig, wenn kumulativ die folgenden Kriterien erfüllt sind: „Nachrangigkeit“, „Erfolgsabhängigkeit der Vergütung und Teilnahme am Verlust bis zur vollen Höhe“, „Keine Befristung der Kapitalüberlassung“. Aus bilanztechnischer Sicht zählen Mezzaninprodukte daher meist auch dann zu den Fremdmitteln, wenn sie aus wirtschaftlicher Sicht eine große Nähe zum Eigenkapital aufweisen.

funktionieren. Sie werben externe Investoren, wie z.B. Banken, Versicherungen oder Pensionskassen, in ihre Fonds ein, investieren die Mittel in Unternehmen nach einer vorab vereinbarten Investitionsstrategie und führen die erwirtschafteten Erträge abzüglich ihres eigenen festen und erfolgsabhängigen Anteils wieder an die Investoren zurück. Mezzaninanbieter können aber auch als Tochtergesellschaften oder überhaupt nur als Abteilungen von Banken organisiert sein.

Bei den Finanzierungsprodukten, die von solchen Fonds angeboten werden, handelt es sich meistens, aber nicht zwingend, um unbesicherte, nachrangige Kredite, die langfristig vergeben werden. Das Entgelt für die entrichteten Mittel gliedert sich dabei in mehrere Komponenten.

Ein Teil der vereinbarten Zinsen wird gleich wie bei Darlehen und Krediten periodisch entrichtet. Ein weiterer Teil der Zinsen wird aufgerollt und gemeinsam mit der Tilgung erst am Ende der Laufzeit beglichen. Als dritte Entgeltskomponente beinhalten strukturierte Finanzierungen oft noch einen „Equity Kicker“. Dabei handelt es sich um die Option, einen vorabdefinierten Beteiligungsanteil am Unternehmen zum Ende der Laufzeit zu einem vorabdefinierten Preis zu erwerben.

Wie die Strukturierung der Entgeltkomponenten bereits zeigt, handelt es sich beim Angebot von Mezzaninangebern ganz einfach um eine Mischform aus unterschiedlichen Finanzierungsinstrumenten wie sie weiter oben beschrieben wurden. Bezüglich der tatsächlichen Ausgestaltung und Gewichtung der unterschiedlichen Komponenten besteht viel Gestaltungsspielraum, so dass einzelne davon nur wenig Raum einnehmen, ganz weggelassen oder einfach durch andere Komponenten ersetzt werden können.

Wie Private Equity wird Mezzaninfinanzierung meist nur in den späteren „Third“ und „Fourth Stages“ investiert und steht damit nur reiferen Unternehmen zur Verfügung.

#### **4.3.6 Banken als Kreditgeber**

Die zweite Gruppe der Fremdmittelgeber stellen die Banken dar, wobei damit nicht die Bank als Institution, sondern vielmehr das Bankengeschäft im klassischen Sinn gemeint ist. Da Europa und vor allem auch Österreich über ein Universalbankensystem verfügt, können Banken als Institution die gesamte Bandbreite der institutionellen Investoren mit Hilfe von Tochtergesellschaften oder einfach nur mit spezialisierten Abteilungen abdecken.

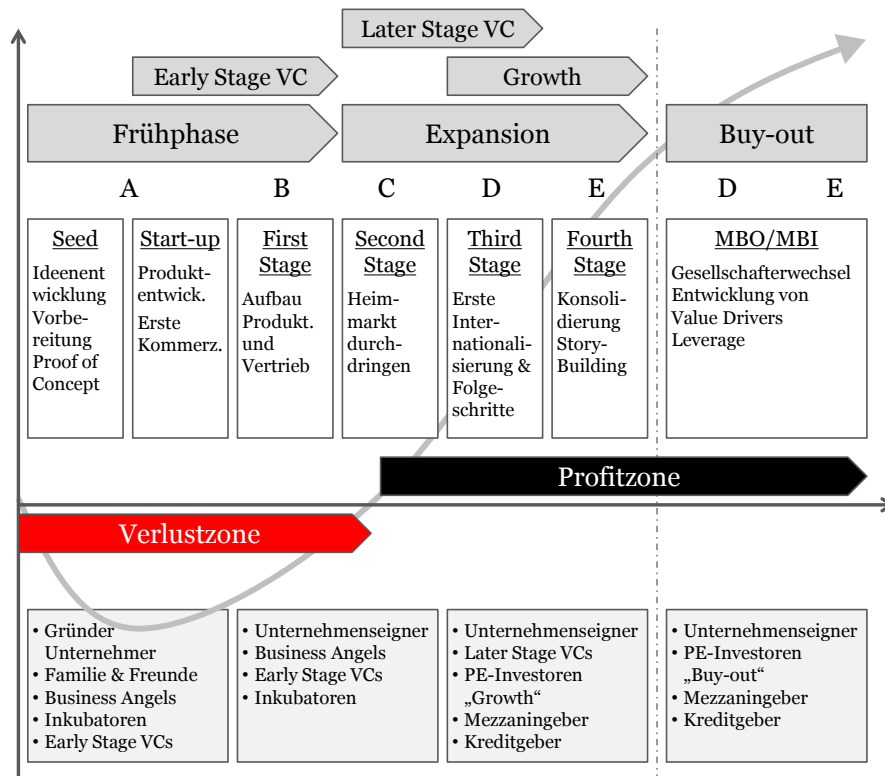
Betrachtet man dagegen nur den Kern ihres eigentlichen Geschäfts, umfasst ihre Angebotspalette nicht einmal nachrangige oder unbesicherte Darlehen als erste Stufe des Mezzaninkapitals. In diesem Fall sind sie Anbieter konventioneller Kredite oder Darlehen wie sie in Kap. 4.2.1, S. 51 f näher beschreiben wurden. Die Vergabe von Fremdmitteln beruht auf Bonitätsprüfungen, Sicherstellungen und „Financial Covenants“ und setzt voraus, dass die Kreditnehmer über ein etabliertes Geschäftsmodell, tragfähige Cashflows und Vermögenswerte als Sicherheiten verfügen (wie. z.B. Immobilien), die sich bei ihrer Zahlungsunfähigkeit möglich leicht von den Kreditgebern verwerten lassen.

Eine Finanzierung von frühen Unternehmensphasen durch Bankkredite ist daher von vornherein ausgeschlossen. Üblicherweise setzen erste Kreditleistungen daher nicht vor Ende der „Second Stage“ ein. Im Vorfeld lassen sich von Unternehmen allerhöchstens Kredite (wie

z.B. Kontokorrentkredite) kleineren Umfangs immer aber auf Basis angemessener Sicherstellungen wie z.B. persönlicher Haftungen akquirieren.

Die folgende Abbildung fasst die wesentlichen Zusammenhänge zwischen dem unternehmerischen Entwicklungszyklus im vorbörslichen Bereich und den in den einzelnen Phasen zur Verfügung stehenden Investoren zusammen.

**Abbildung 4 Unternehmerische Entwicklungsphasen und ihre Investoren**

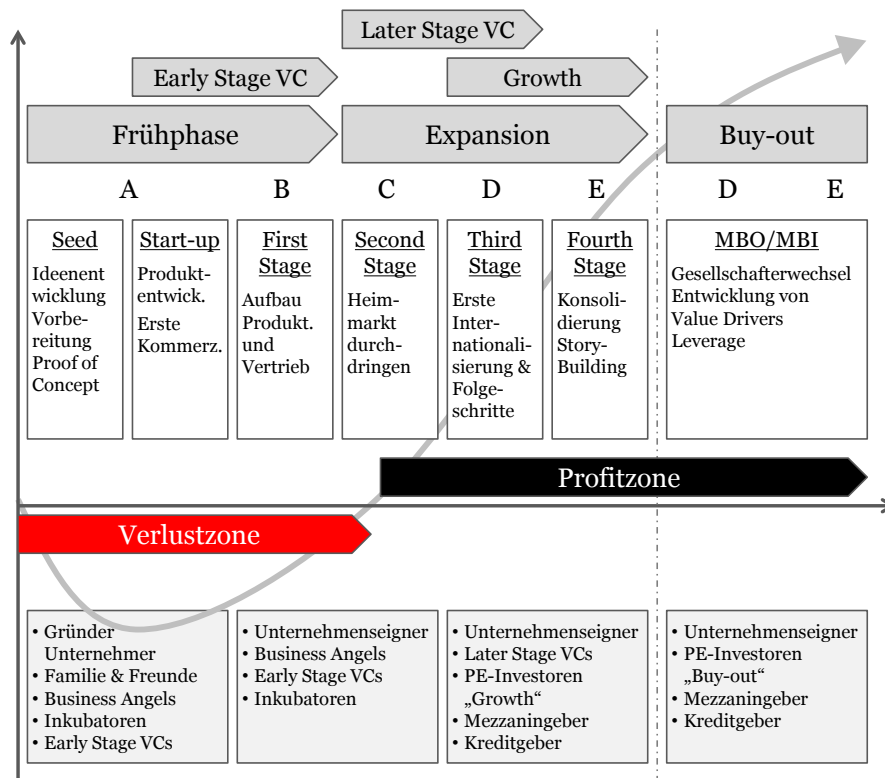


Quelle: Grabherr, 2003 von den Autoren adaptiert

#### 4.4 ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

Risikokapital wird für unterschiedliche Entwicklungsphasen von Unternehmen in Form unterschiedlicher Instrumente durch verschiedene Typen von Risikokapitalgebern investiert. Die folgende Graphik liefert einen Überblick über die wesentlichen Zusammenhänge.

Abbildung Unternehmerische Entwicklungsphasen und ihre Investoren



Quelle: Grabherr, 2003 von den Autoren adaptiert

In den frühen Entwicklungsphasen werden dabei v.a. eigenkapitalbasierte Instrumente eingesetzt; in späteren Phasen Eigenkapital kombiniert mit unterschiedlichen Mezzanininstrumenten und Fremdmitteln in Form strukturierter Finanzierung.



## **5 Darstellung der Entwicklung des österreichischen Risikokapitalmarktes im internationalen Vergleich**

### **5.1 ÖSTERREICHISCHER RISIKOKAPITALMARKT**

Der österreichische Risikokapitalmarkt ist im internationalen Vergleich jung und hat sich erst seit Mitte der 90-er Jahre entwickelt. Gemessen am absoluten Volumen ist er im internationalen Vergleich noch immer klein. Die Kennzahlen des Risikokapitalmarktes werden sowohl auf nationaler Ebene, als auch auf europäischer Ebene in Kooperation mit der European Venture Capital Assoziation (EVCA) mittels des Analysetools „Private Equity Research Exchange Platform“ (PEREP) erhoben<sup>25</sup>. Es werden dabei von Risikokapitalgebern direkt zur Verfügung gestellte Angaben genauso erfasst, wie öffentlich zugängliche Quellen aktiv recherchiert. Dabei werden sowohl Daten von AVCO-Mitgliedern als auch von anderen in Österreich aktiven einheimischen oder ausländischen Risikokapitalgesellschaften erfasst. Bei Investitionen und Divestments wird einerseits

- aus Sicht der österreichischen Risikokapitalgeber (Industrie-Statistik, Risikokapital-Aktivitäten von Beteiligungsgebern mit Sitz in Österreich, Fundraising, Investments und Exits bei in- und ausländischen Portfoliounternehmen) und andererseits
- aus Sicht der österreichischen Unternehmen (Markt-Statistik, Risikokapital-Aktivitäten bei den Portfoliounternehmen mit Sitz in Österreich, Investments und Exits von in- und ausländischen Beteiligungsgebern) erhoben. Die Markt-Statistik wird seit dem Erhebungsjahr 2007 durchgeführt.

Die europäischen Daten werden alljährlich im EVCA Yearbook veröffentlicht, zusätzlich werden von der AVCO die österreichischen Daten in jährlichen Presseaussendungen publiziert. Im Folgenden werden insbesondere die Investments und das Fundraising analysiert. Die Exitsituation ist Gegenstand eines gesonderten Kapitels (vgl. Kap 0, S. 191).

Im Rahmen der PEREP-Erhebung werden folgende Hauptparameter standardisiert und in allen teilnehmenden Ländern mit der gleichen Methode erhoben (EVCA, 2012c):

- Fundraising: Die kommittierten Fondsmittel (Funds raised) werden jenem Land zugerechnet, in welchem das Management-Team sitzt, das für das Fundraising/Fondsmanagement zuständig ist (Industrie-Statistik). Dabei werden Private Equity-Funds berücksichtigt, die direkte Private Equity-Investments tätigen, Mezzanin-Fonds, co-investierende Fonds sowie „Rescue & Turnaround“-Fonds.
- Infrastruktur Fonds, „Real Estate“-Fonds, „Distress Debt“-Fonds, primäre und sekundäre „Funds-of-funds“ werden bei der Erhebung nicht berücksichtigt.
- Investments: Es wird der Gesamtbetrag des investierten Kapitals um Anteile an einem Unternehmen zu erwerben, erfasst. Dies umfasst ausschließlich Eigenkapital („Equity“), eigenkapitalähnliche („Quasi-Equity“) und „Mezzanine“-Mittel ebenso wie

---

<sup>25</sup> Für jeden teilnehmenden Nationalstaat wird dabei separat eine Erhebung durchgeführt, die dann auf europäischer Ebene kumuliert werden.

„Unsecured Debt“ and „Secured Debt“. Unberücksichtigt bleiben Fremdmittel Dritter (z.B. von Banken).

- Im Rahmen der Industrie-Statistik werden die Daten jenem Land zugeordnet, in welchem die Niederlassung des Risikokapitalgebers ist, der für das Investment verantwortlich zeichnet.
- Im Rahmen der Markt-Statistik werden die Daten gemäß dem Land der Niederlassung des Portfoliounternehmens zugeordnet.
- Exits: Exits werden „At Cost“ erfasst.
- Im Rahmen der Industrie-Statistik werden die Daten jenem Land zugeordnet, in welchem die Niederlassung des Risikokapitalgebers ist, der für das Investment verantwortlich zeichnet.
- Im Rahmen der Markt-Statistik werden die Daten gemäß dem Land der Niederlassung des Portfoliounternehmens zugeordnet.

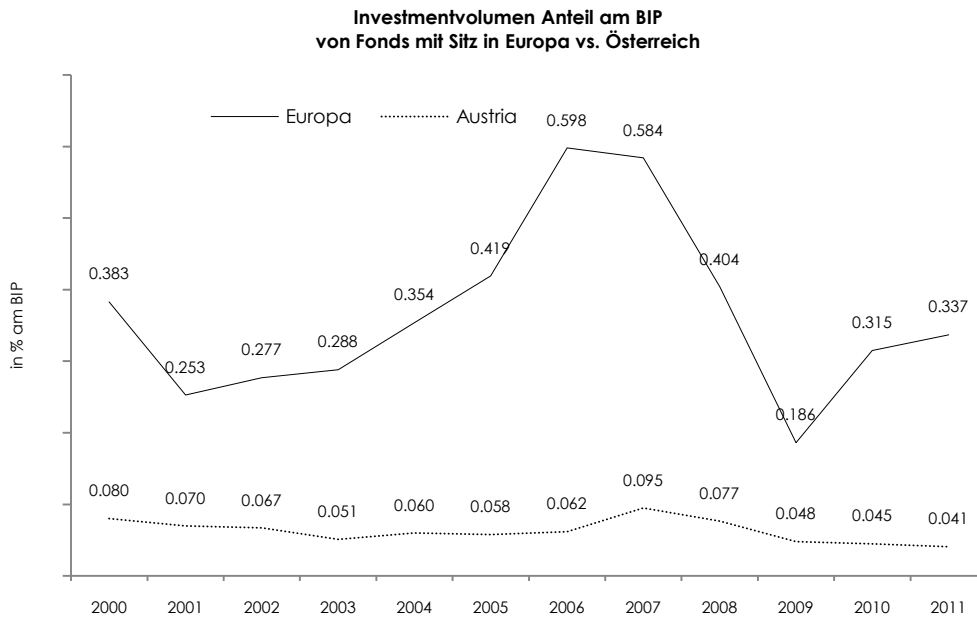
### **5.1.1 Investments**

Es zeigt sich bei dieser langjährigen<sup>26</sup> Erhebung, dass die Investitionen der Risikokapitalgeber mit Sitz in Österreich, gemessen am Anteil am BIP, weit unter dem gesamteuropäischen Durchschnitt (Abbildung 5) liegen. Im letzten zur Verfügung stehenden Berichtszeitraum (2011) liegt Österreich mit 0,041% Anteil der Investments von österreichischen Risikokapitalgebern am BIP weit abgeschlagen unter dem EU-Durchschnitt 0,337%. Im internationalen Ranking bekleidet Österreich damit stets einen der letzten Plätze (2011: Abbildung 11).

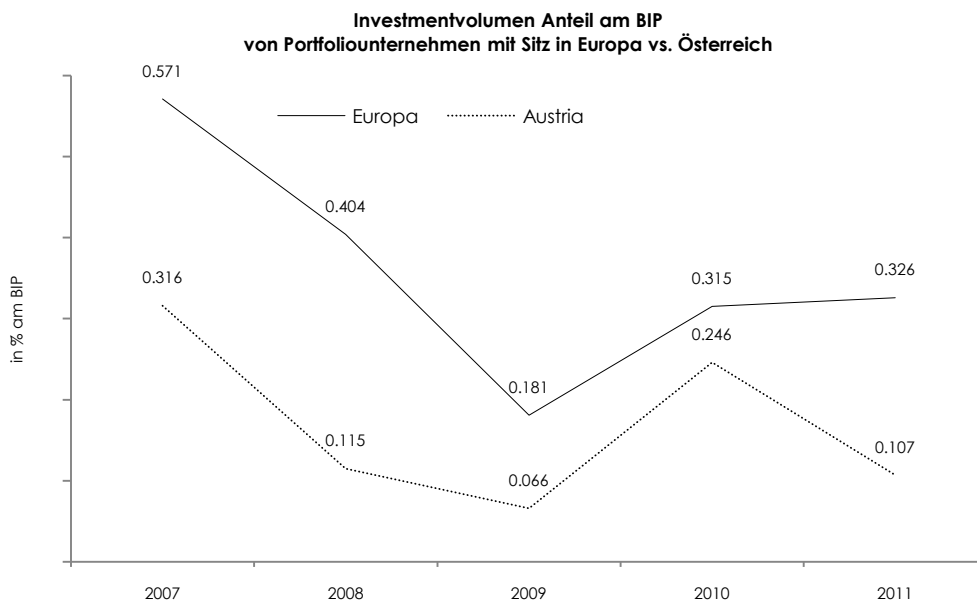
---

<sup>26</sup> Die Industrie-Statistik-Erhebung wurde 1989 gestartet und wird seit 2007 mittels des beschriebenen PEREP-Tools durchgeführt, zeitgleich (2007) wurde mit der Erhebung der Markt-Statistik begonnen. Für die Studie wird insbesondere der Zeitraum ab 2000 betrachtet.

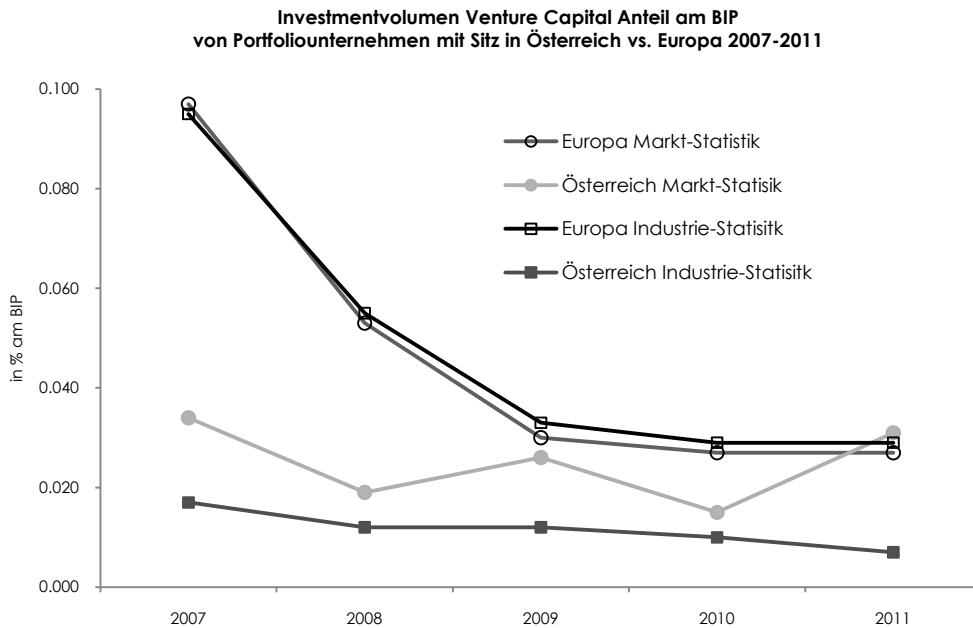
**Abbildung 5 Industrie-Statistik, Fonds mit Sitz in Europa vs. Österreich; Investmentvolumen in % vom BIP 2000-2011. Dies inkludiert Investitionen von Risikokapitalgebern mit Sitz in Europa/Österreich aus allen Risikokapital-Segmenten**



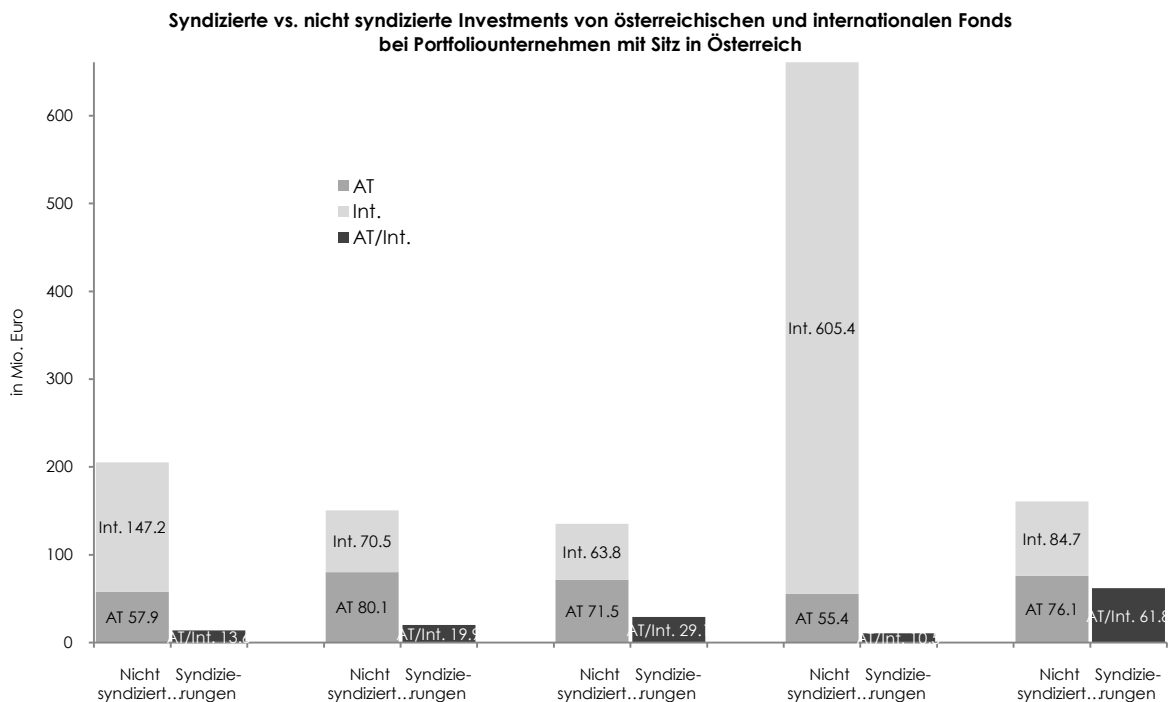
**Abbildung 6 Markt-Statistik, Portfoliounternehmen mit Sitz in Europa vs. Österreich; Investmentvolumen in % am BIP, 2007-2011**



**Abbildung 7 Investmentvolumen Venture Capital in % am BIP von Portfoliounternehmen mit Sitz in Österreich vs. Europa 2007-2011**

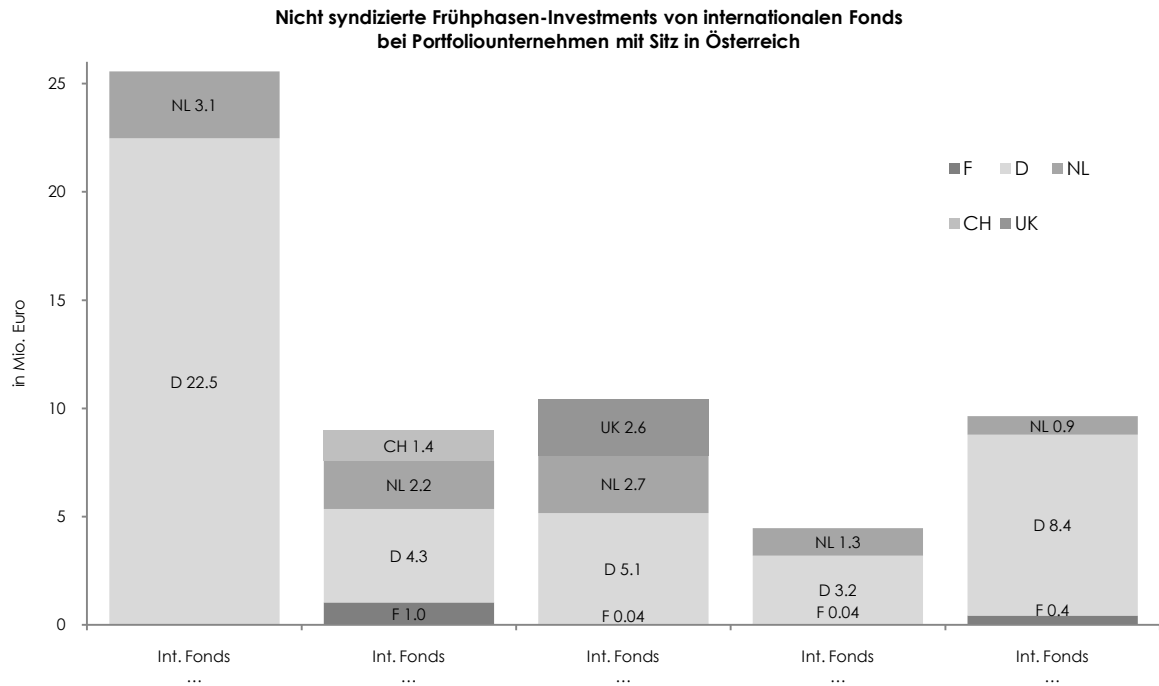


**Abbildung 8 Syndizierte<sup>27</sup> vs. nicht syndizierte Investments von österreichischen und internationalen Fonds bei Portfoliounternehmen mit Sitz in Österreich**

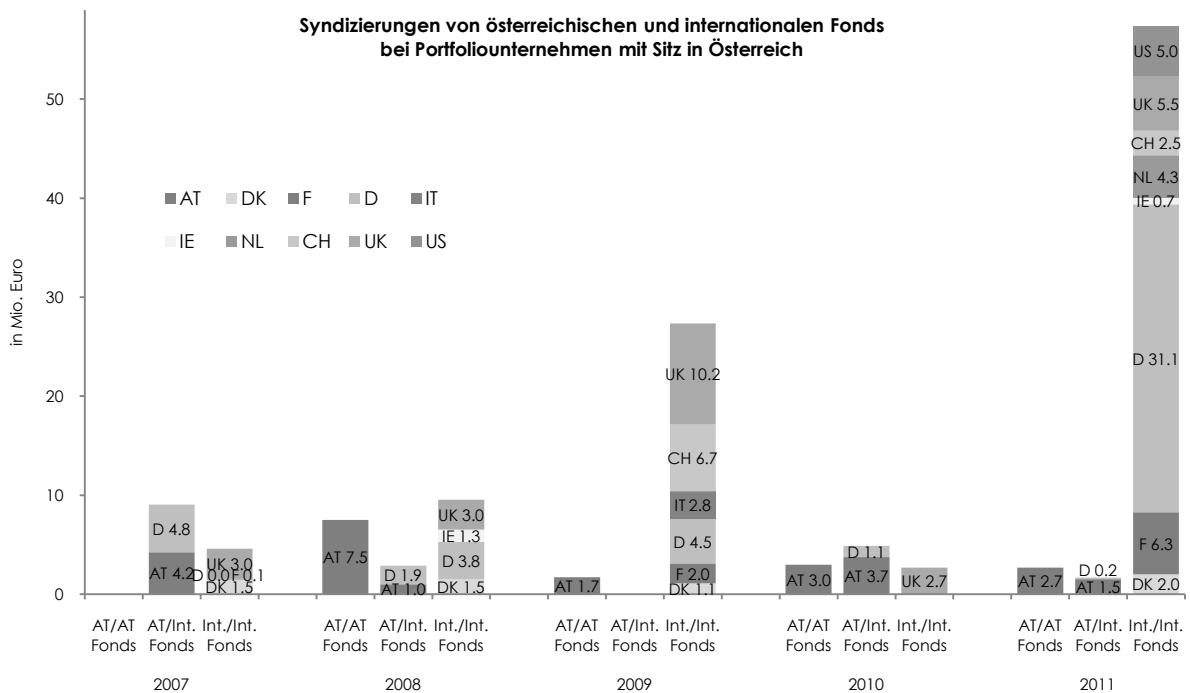


<sup>27</sup> Syndiziert ist ein Investment dann, wenn im Rahmen eines Investments mehr als ein Risikokapitalgeber in ein Unternehmen investiert, dabei können die Syndizierungspartner sowohl aus dem In- als auch Ausland kommen.

**Abbildung 9 Nicht syndizierte Frühphasen- Investments von internationalen Fonds bei Portfoliounernehmen mit Sitz in Österreich; F - Frankreich, D - Deutschland, NL - Niederlande, CH - Schweiz, UK - Großbritannien**

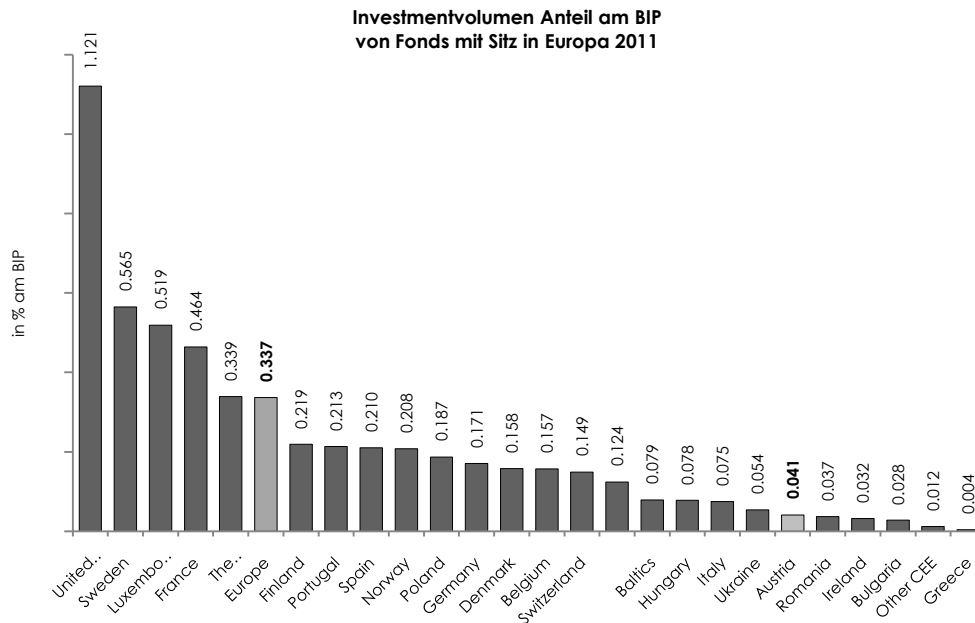


**Abbildung 10 Syndizierungen von österreichischen und internationalen Fonds bei Portfoliounernehmen mit Sitz in Österreich, AT - Österreich, DK - Dänemark, F -Frankreich, D - Deutschland, IT - Italien, IE - Irland, NL - Niederlande, CH - Schweiz, UK - Großbritannien, US - Vereinigte Staaten von Amerika.**

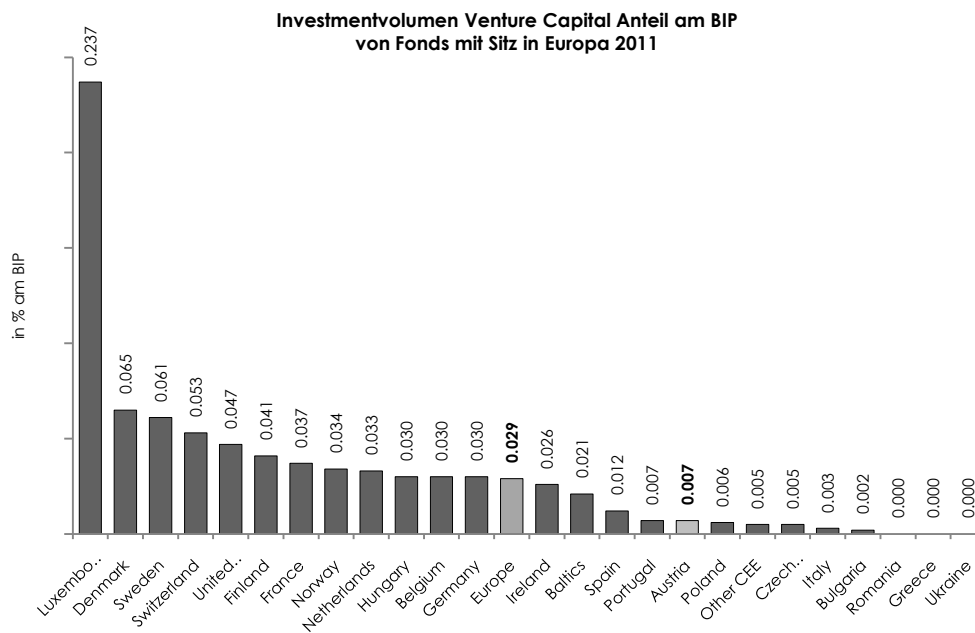


Betrachtet man allerdings die Investitionen in Unternehmen mit Sitz in Österreich, so verringert sich der Abstand zwischen dem europäischen und dem österreichischen Markt (immer gemessen als Anteil am BIP) beträchtlich, auch wenn sich diese Änderung im Ranking der europäischen Länder nur in der Verbesserung um einen Platz niederschlägt (vgl. Abbildung 13).

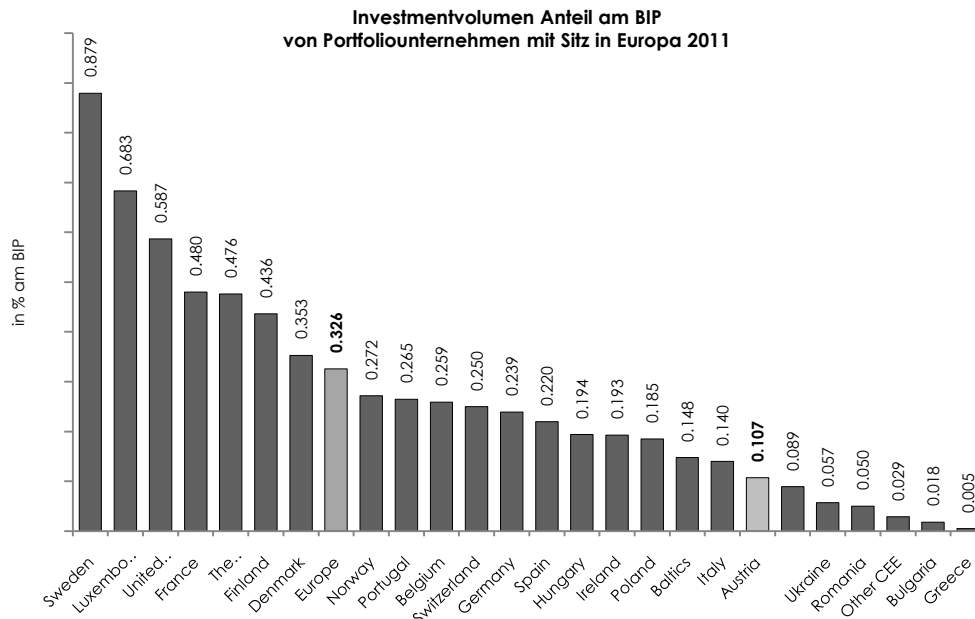
**Abbildung 11 Industrie-Statistik, Investmentvolumen Risikokapital gesamt %-Anteil am BIP von Fonds mit Sitz in Europa 2011, Länderranking**



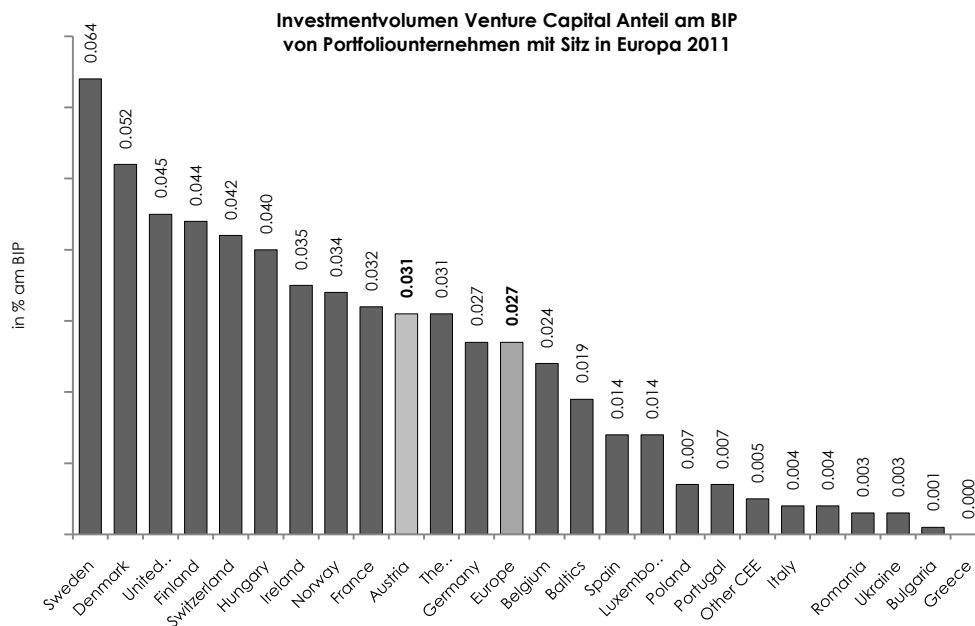
**Abbildung 12 Industrie-Statistik, Investmentvolumen Venture Capital %-Anteil am BIP von Fonds mit Sitz in Europa 2011, Länderranking**



**Abbildung 13 Markt-Statistik, Investmentvolumen Risikokapital gesamt %-Anteil am BIP in Unternehmen mit Sitz in Europa 2011, Länderranking**



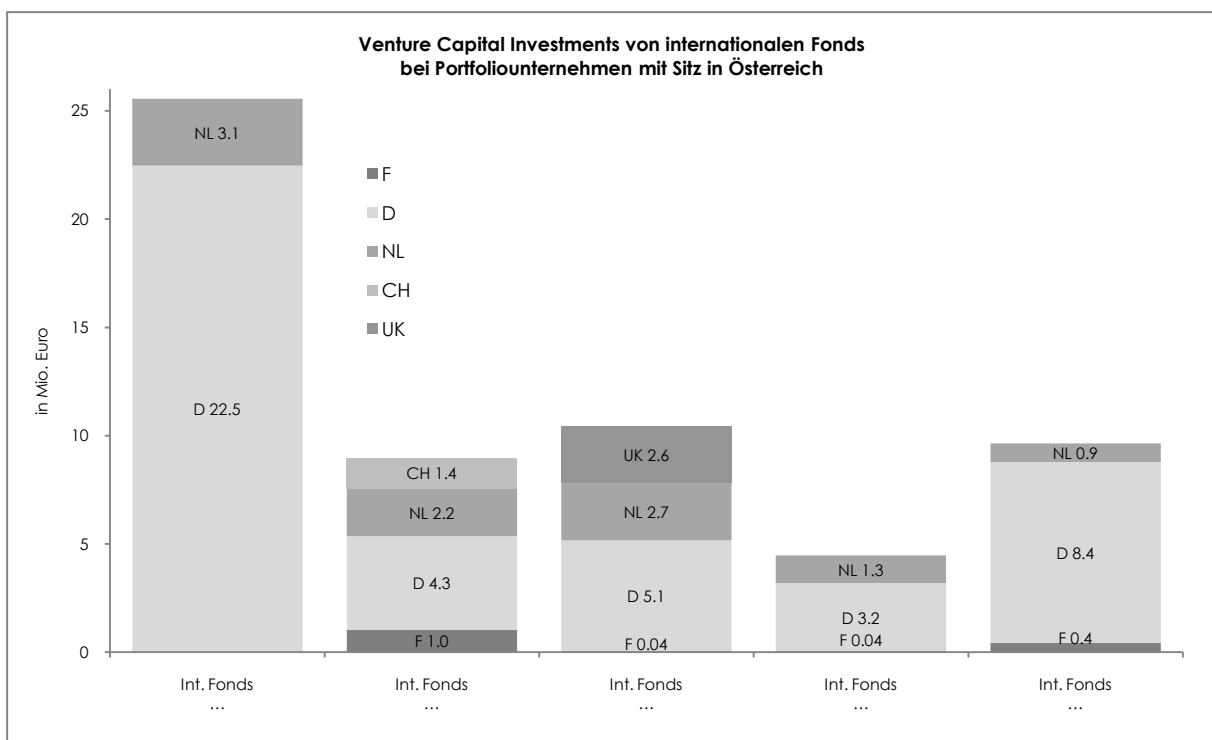
**Abbildung 14 Markt-Statistik, Investmentvolumen Venture Capital gesamt %-Anteil am BIP in Unternehmen mit Sitz in Europa 2011, Länderranking**



Konzentriert man die Aufmerksamkeit alleine auf Frühphasen-Investitionen in österreichische Portfoliounternehmen, fällt die Positionierung Österreichs im europäischen Vergleich allerdings deutlich besser aus (Abbildung 14). Österreich rückt um 10 Plätze auf und findet sich im Ranking um drei Plätze vor dem gesamteuropäischen Wert und insbesondere auch vor Ländern wie Deutschland, Belgien, Luxemburg und den Niederlanden, das über einen traditionell gut entwickelten Risikokapitalmarkt verfügt (vgl. dazu Abbildung 14). Der zeitliche Verlauf der Venture Capital-Investitionen (gemessen als

Prozentanteil am BIP, Abbildung 7) stellt sich dabei anders dar als die gesamteuropäische Entwicklung, die seit 2007 degressiv ist, während die Kurve der österreichischen Industrie-Statistik auf niedrigem Niveau weitgehend stabil bis leicht degressiv ist. Die österreichische Markt-Statistik, also Investments in österreichische Unternehmen insgesamt, schwankt und erreicht 2011 sogar einen Peak. Es stellt sich daher die Frage nach dem Ursprung dieser Investitionsaktivitäten. Dabei muss zunächst geklärt werden, in welchem Ausmaß dabei Mittel von heimischen Risikokapitalgebern involviert sind und wie viel davon von ausländischen Marktteilnehmern kommt und wie diese miteinander in Verbindung stehen, bzw. ob Syndizierungen vorliegen. In Abbildung 8 zeigt sich zunächst über den Zeitverlauf eine starke Dominanz von nicht syndizierten Investments mit einem schwankenden Anteil an ausländischen Investments. Wie aus der Markt-Statistik bekannt, ist der Anteil an ausländischen Mitteln, die in österreichische KMU fließen, im Vergleich zu den Mitteln von österreichischen Risikokapitalgebern relativ groß. Das in Österreich investierte ausländische Risikokapital kommt bei nicht syndizierten Deals zum Großteil aus dem deutschen Nachbarland (Abbildung 9). Seit 2007 zeigt sich jedoch (mit Ausnahme 2010) ein stetig ansteigender Anteil an syndizierten Investments (Abbildung 8).

**Abbildung 15 Nicht syndizierte Frühphasen-Investments von internationalen Fonds bei Portfoliounternehmen mit Sitz in Österreich; F - Frankreich, D - Deutschland, NL - Niederlande, CH - Schweiz, UK – Großbritannien**



In Abbildung 10 wird dieser Anteil an syndizierten Investments gesondert analysiert, wobei in Syndizierungen von österreichischen Risikokapitalgebern mit österreichischen Risikokapitalgebern (AT/AT), österreichischen Risikokapitalgeber mit internationalen Risikokapitalgebern (AT/Int.) und internationalen Risikokapitalgebern mit internationalen Risikokapitalgebern (int./int.) differenziert wird. Dabei zeigt sich a) seit Einführung der Markt-Statistik 2007 haben österreichische Risikokapitalgeber im Frühphasenbereich nur mit deutschen Partnern ein Finanzierungskonsortium gebildet. Die „Nähe“ unseres



Nachbarlandes, natürlich allem voran in geographischer Hinsicht, führt aber auch bei den international-international syndizierten Deals (ohne Beteiligung österreichischer Partner) zu einer bedeutenden Rolle von deutschen Risikokapitalgebern<sup>28</sup>. Ebenso wie Risikokapitalgeber aus weit entwickelteren Standorten, wie UK, CH und USA. Tendenziell zeigt sich auch, dass die rein internationalen Konsortien das größere Volumen abbilden können und dieses im Verlauf der Zeit auch steigt, bis hin zu dem Peak im Jahr 2011, der zur verbesserten Positionierung Österreich im europäischen Frühphaseninvestments-Ranking führt (Abbildung 14).

Sowohl bei der gesamteuropäischen, als auch bei der österreichischen Entwicklung ist ein Rückgang der Investmenttätigkeit beginnend mit der internationalen Finanzkrise (2008) zu erkennen, wobei national der Rückgang, da von einem geringen Niveau ausgehend, zwar einschneidend, jedoch nicht so dramatisch ausfällt wie im europäischen Vergleich.

Es zeigte sich im heimischen Risikokapitalmarkt, dass die Investments insgesamt zurückgegangen sind. Die Erfahrung hat gezeigt, dass wenn in der Zeit der Krise (und danach) Investments getätigt wurden, auch maßgeblich Folgeinvestitionen in bereits bestehende PU getätigt wurden (s.u.; Abbildung 34 - Abbildung 41), um diese erfolgreich durch die Krise zu begleiten (und natürlich auch um das vorangegangene Investment zu schützen). Auch unter Berücksichtigung der absoluten Investment-Volumina (Abbildung 16, Abbildung 17) bestätigt sich dieses Bild.

Bis 2004 zeigt sich bei den investierten Mitteln eine ähnliche Dynamik im Verlauf der EU- und der Österreich-Kurve. Ab 2005 entwickelt sich Österreich jedoch abweichend zu Europa. Nach einer im Vergleich zur gesamteuropäischen Entwicklung stagnierenden Phase 2005 und 2006 nahmen die Investments 2007 um 112%<sup>29</sup> zu (Europa nur 2,4%) und während die europäischen Investitionen 2008 deutlich zurückgingen (-26%), verringerte sich das Engagement der österreichischen Beteiligungskapitalgeber um rund 36%. Während sich europaweit die Investitionsvolumina ab 2010 wieder auf ein Niveau von 2005 erholen, stagniert die österreichische Risikokapitalindustrie mit leicht sinkender Tendenz und erreicht 2011 ein Gesamtvolumen von € 124 Mio. (Abbildung 5).

Auch aus Unternehmenssicht (Investments in Unternehmen mit Sitz in Österreich<sup>30</sup>) ist die Auswirkung der internationalen Finanzkrise klar zu erkennen (Abbildung 6, Abbildung 17). Die Investmenttätigkeit in europäische Unternehmen im Allgemeinen und in österreichische Unternehmen im Speziellen bricht seit 2007 ein und erreicht im Jahr 2009 ihren Tiefpunkt. Auf europäischer Ebene beträgt der Einbruch 2/3, in Österreich sinken die Investments – natürlich von einem niedrigeren Ausgangsniveau – um 4/5.

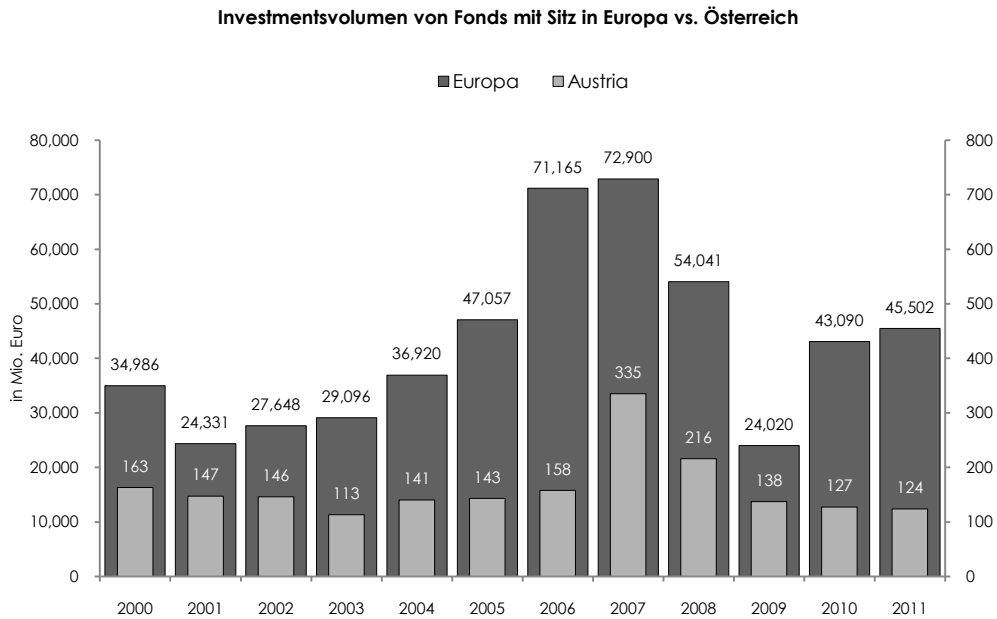
---

<sup>28</sup> Die € 31,1 Mio. investiertes Risikokapital aus Deutschland (Abbildung 10) lassen sich auf einen Start-up- und einen Later-stage-Investment zurückführen, die zwar bzgl. der Unternehmensphase erfasst wurden, aber namentlich nicht aus der Erhebung hervorgehen.

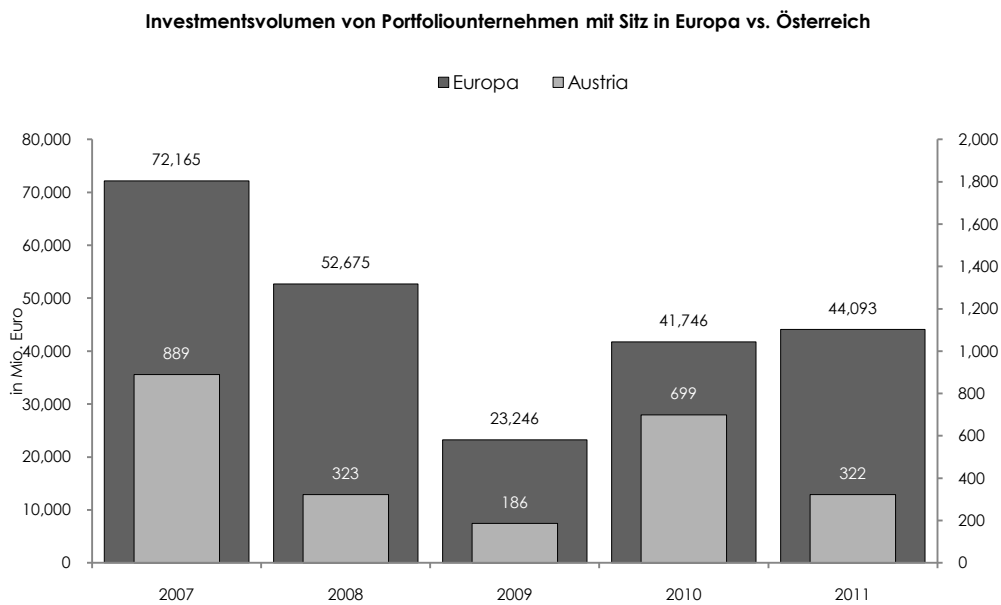
<sup>29</sup> Neben dem Wechsel der Erhebungsmethode auf das PEREP-Tool ist hier auch der BAWAG Deal zu berücksichtigen.

<sup>30</sup> Hier liegen statistische Daten erst seit der Einführung des PEREP-Tools 2007 vor.

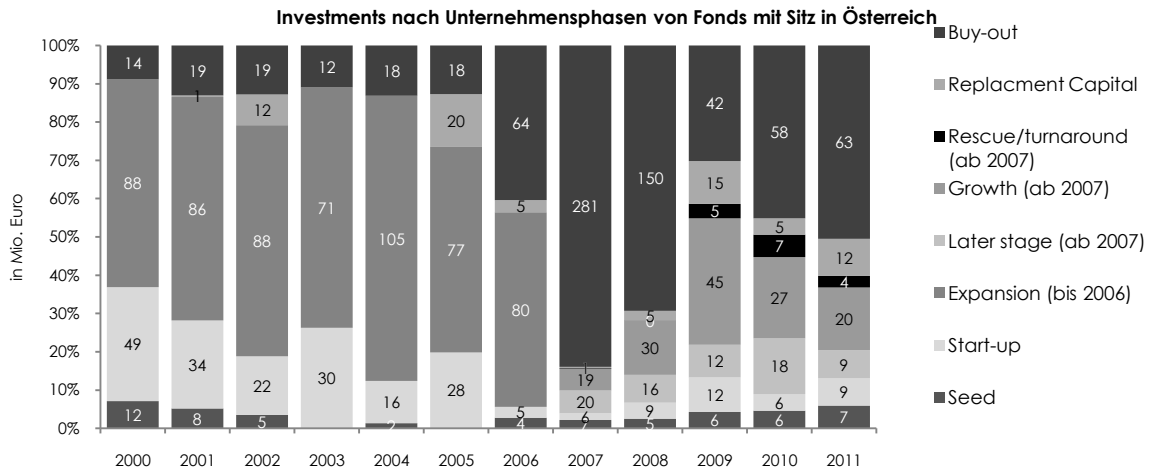
**Abbildung 16 Fonds mit Sitz in Europa vs. Österreich, Investmentvolumen in € Mio., 2000-2011. Dies inkludiert Investitionen von Risikokapitalgebern mit Sitz in Europa/Österreich aus allen Risikokapital-Segmenten, 2000-2011**



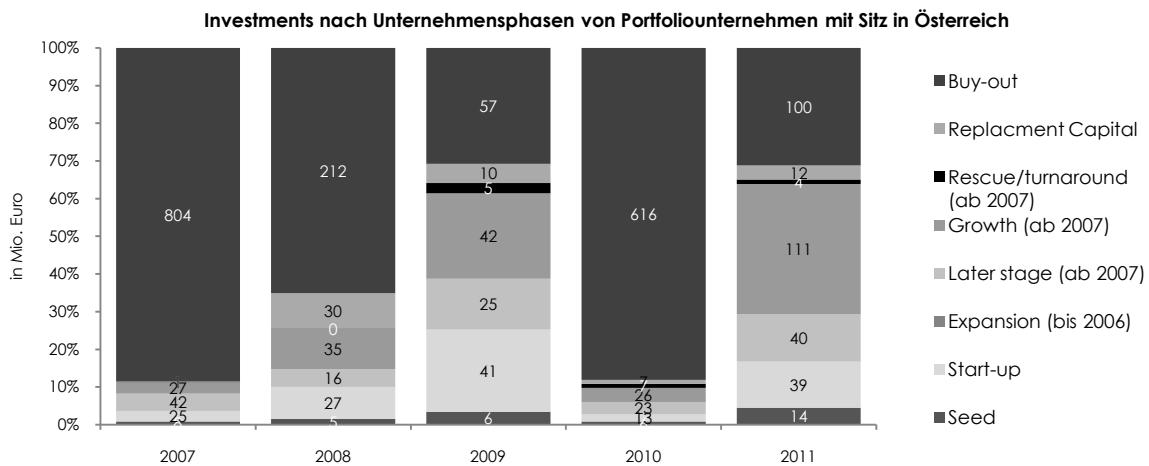
**Abbildung 17 Portfoliounternehmen mit Sitz in Europa vs. Österreich, Investmentvolumen in € Mio., 2007-2011**



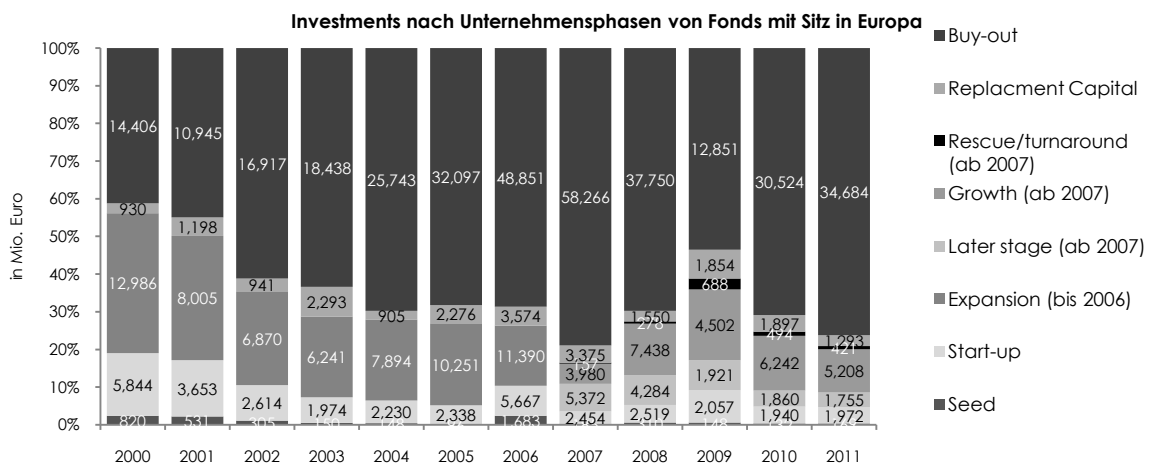
**Abbildung 18 Investments nach Unternehmensphasen von Fonds mit Sitz in Österreich in %, Mio. Euro in der Balkenbeschriftung genannt, 2007-2011 („Expansion“, „Later stage“ und „Growth“ wurden mit Einführung des PEREP-Tools 2007 neu definiert)**



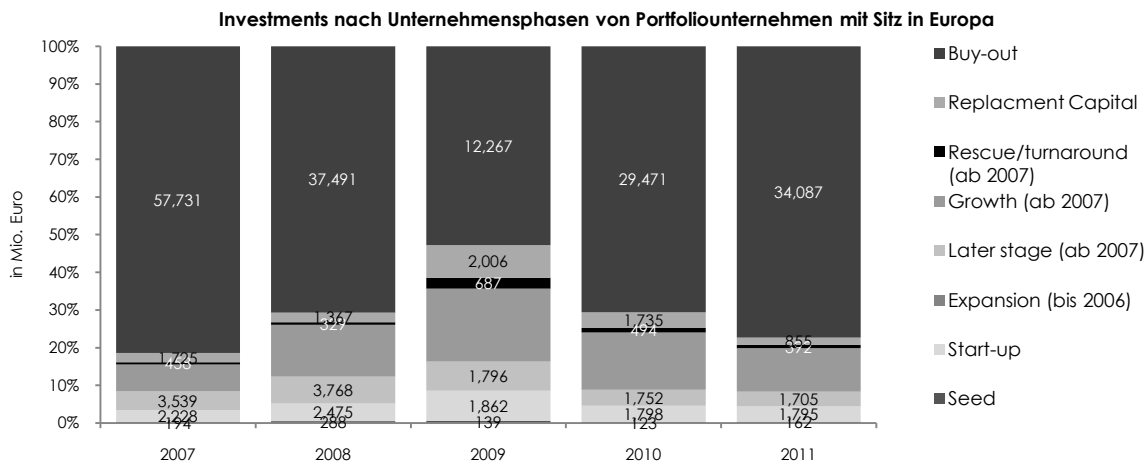
**Abbildung 19 Investments nach Unternehmensphasen von Portfoliounternehmen in %, Mio. Euro in der Balkenbeschriftung genannt, mit Sitz in Österreich, 2007-2011**



**Abbildung 20 Investments nach Unternehmensphasen von Fonds mit Sitz in Europa %, Mio. Euro in der Balkenbeschriftung genannt, 2000-2011**



**Abbildung 21 Investments nach Unternehmensphasen von Portfoliounternehmen mit Sitz in Europa %, Mio. Euro in der Balkenbeschriftung genannt, 2007-2011**

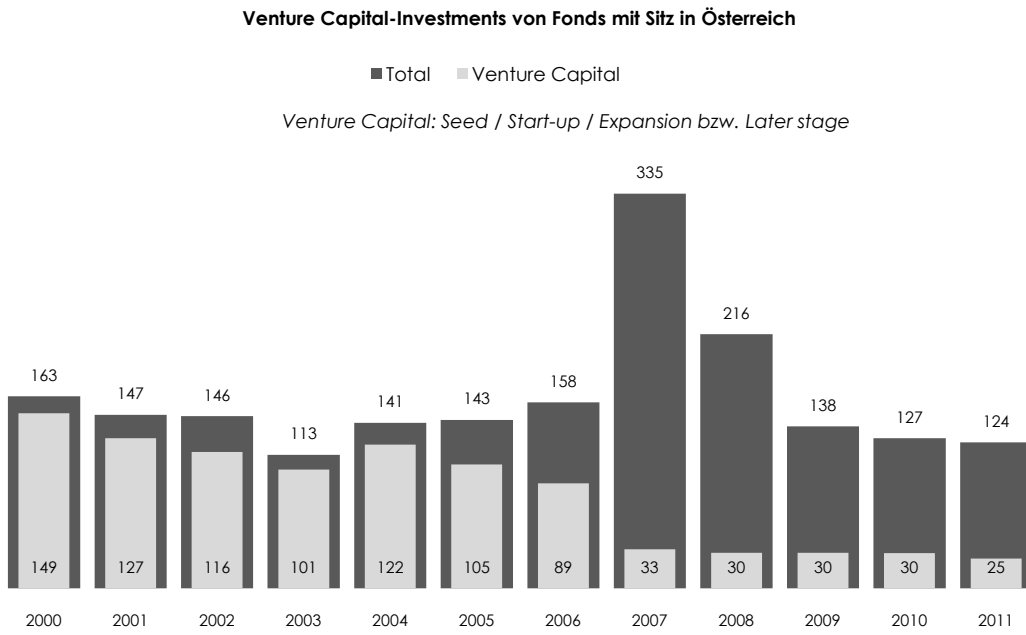


Betrachtet man die Unternehmensphasen, in die österreichisches Risikokapital investiert wurden im Zeitverlauf (Abbildung 18), so zeichnen sich gewisse Trends ab. Dominierten in der Vergangenheit Expansions-Investments so zeigt sich beginnend mit 2006 und damit kurz vor Beginn der Finanzkrise das Ansteigen der „Buy-out“-Investments im österreichischen Risikokapitalmarkt. Dies ist insofern nicht verwunderlich, als dass das Rendite-Risiko-Profil von „Buy-out“-Investments in unsicheren Zeiten attraktiver für institutionelle Investoren ist. Weiters zeigt sich etwas zeitverzögert ein weiterer Krisenindikator, nämlich das Ansteigen/Aufkommen von „Rescue & Turnaround“-Investments, als Konsequenz schwieriger wirtschaftlicher Rahmenbedingungen.

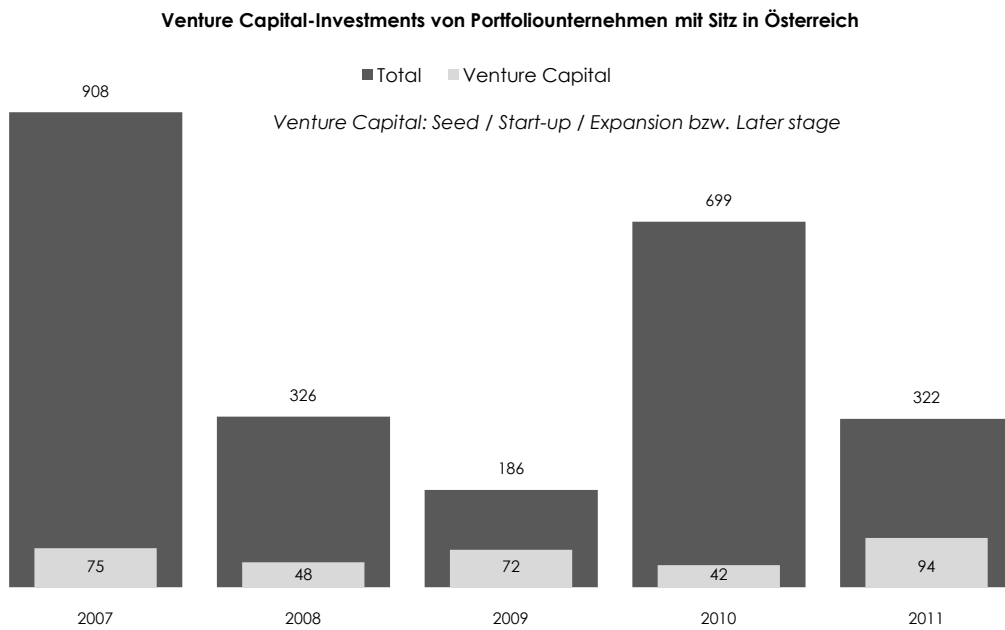
Aus Unternehmenssicht (Markt-Statistik) betrachtet (Abbildung 19) zeigt sich ebenfalls ein stark ausgeprägtes „Buy-out“-Segment. Das Aufkommen von „Rescue/Turnaround“-Investments in österreichischen Unternehmen ist schwächer ausgeprägt, als die von österreichischen Risikokapitalgebern getätigten „Rescue/Turnaround“-Investments. Es bleibt hier zu berücksichtigen, dass i) 2010 das Constantia Packaging-Investment („Buy out“), zu dem keine konkreten Zahlen veröffentlicht wurden, das jedoch den Wert für Österreich maßgeblich beeinflusst, und ii) 2011 das Austria Metall/AMAG-Investment („Growth“), zu dem ebenfalls keine konkreten Zahlen veröffentlicht wurden, das aber über dem Durchschnitt heimischer Investments liegt, den Wert der in Österreich in den betreffenden Jahren getätigten Investments stark beeinflussen (Abbildung 18, Abbildung 19).

Auf europäischer Ebene (Abbildung 20) zeigt sich, dass bei den Investments von Risikokapitalgebern mit Sitz in Europa der „Buy-out“ seit jeher eine bedeutende Rolle gespielt hat. Im Zeitverlauf nimmt dieses Segment bis 2007 stetig zu, danach ist ein Rückgang bei gleichzeitiger Zunahme von „Replacement“- und „Rescue/Turnaround“-Investments zu beobachten. Aus Sicht der Unternehmen (Abbildung 21) zeigt sich auf europäischer Ebene beginnend mit 2008 ein Rückgang des „Buy-out“-Segments, das, auch wenn ab 2010 wieder eine Zunahme zu beobachten ist, bis dato das Niveau von 2007 nicht wieder erreicht hat.

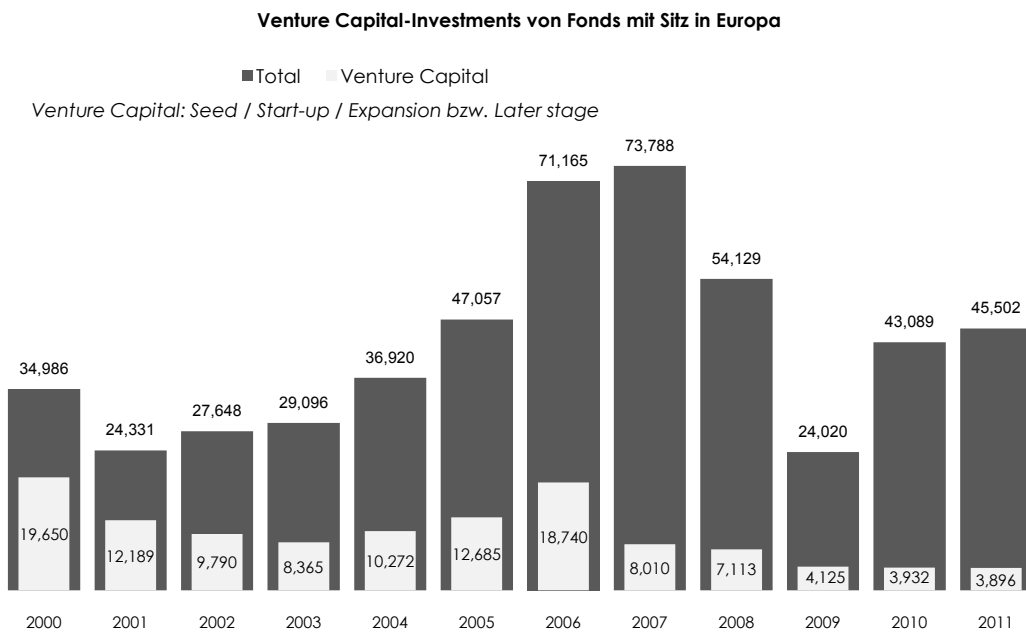
**Abbildung 22 Venture Capital-Investments von Fonds mit Sitz in Österreich in € Mio.**



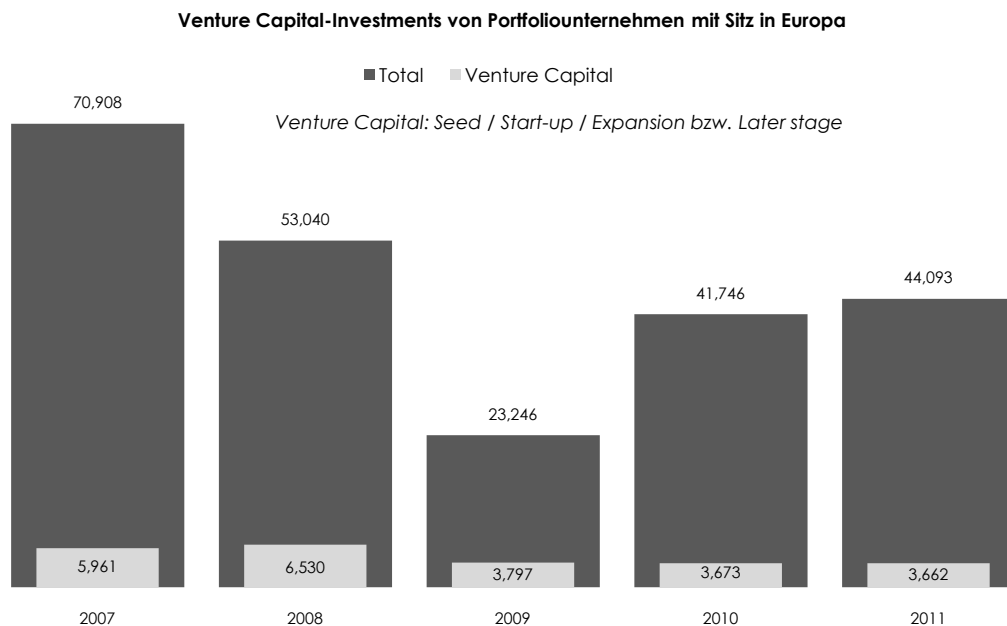
**Abbildung 23 Venture Capital-Investments von Portfoliounternehmen mit Sitz in Österreich in € Mio.**



**Abbildung 24 Venture Capital-Investments von Fonds mit Sitz in Europa in € Mio.**



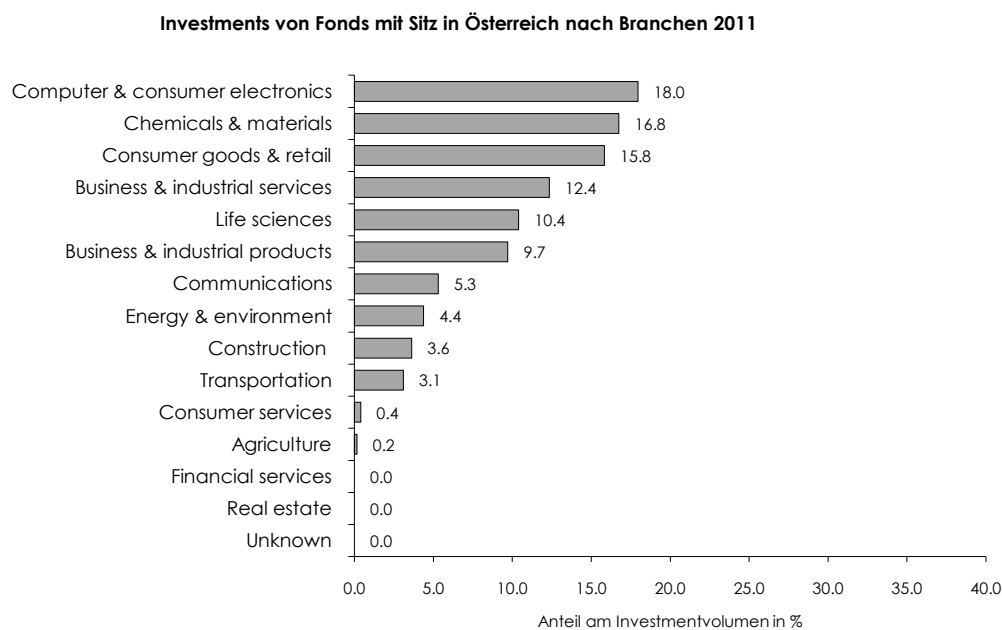
**Abbildung 25 Venture Capital-Investments von Portfoliounternehmen mit Sitz in Europa in € Mio.**



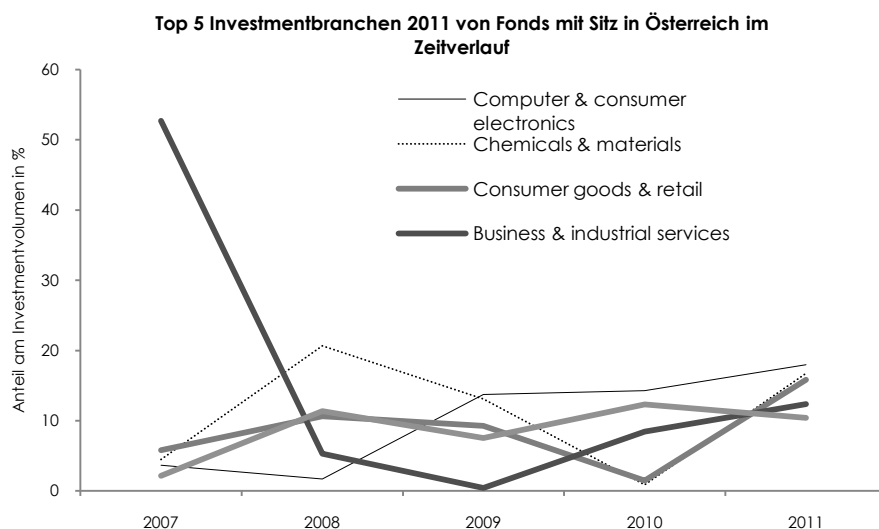
Bei der bisherigen Betrachtung und Auswertung der Gesamtinvestments blieb in der Analyse die Frühphase unberücksichtigt, diese ist gesondert in Abbildung 22 - Abbildung 25 (als Detailauswertung der Abbildung 18 - Abbildung 21) dargestellt. Dies ist durch die teilweise geringen Volumina des Frühphasenbereichs bzw. dem geringen Anteil an den Gesamtinvestments und zur besseren Lesbarkeit der Daten angezeigt. Es werden dabei die Frühphasen- oder Venture Capital-Investments im Vergleich zu allen getätigten Investments dargestellt.

Es zeigt sich dabei (Abbildung 22), dass die Frühphaseninvestments österreichischer Risikokapitalgeber zu Beginn des Beobachtungszeitraums (Jahrtausendwende, die Zeit des „High-tech“- und Internet-Hypes) ein durchaus dominantes Segment der österreichischen Risikokapitalindustrie darstellten. Seitdem sinkt aber nicht nur der Anteil der Frühphaseninvestments an den Gesamtinvestments, auch deren Volumen nimmt ab, bis hin zu einer Stagnation ab 2007 (aus Unternehmenssicht sind hier starke jährliche Schwankungen zu beobachten, was auf signifikante Einzelinvestments ausländischer Risikokapitalgeber schließen lässt (Abbildung 23). Ein sehr ähnliches Bild, wenn auch natürlich mit höheren Volumina, sieht man in der gesamteuropäischen Entwicklung (Abbildung 24, Abbildung 25)

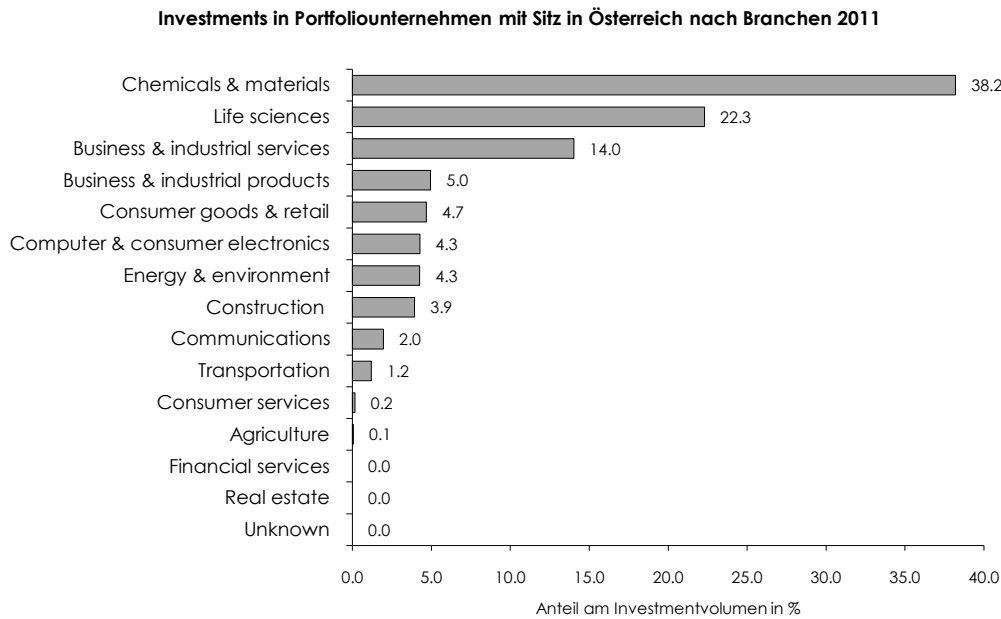
**Abbildung 26 Investments von Fonds mit Sitz in Österreich nach Branchen 2011, Anteil in % vom Investmentvolumen**



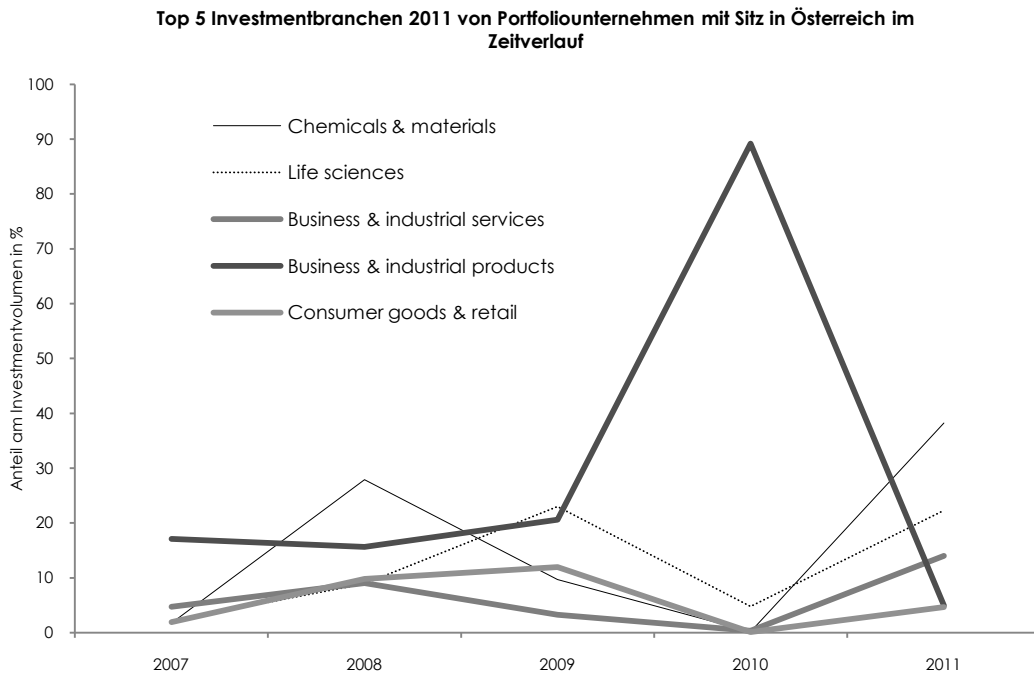
**Abbildung 27 Top 5 Investmentbranchen 2011 von Fonds mit Sitz in Österreich im Zeitverlauf, Anteil in % vom Investmentvolumen**



**Abbildung 28 Investments in Portfoliounternehmen mit Sitz in Österreich nach Branchen, Anteil in % vom Investmentvolumen, 2011**

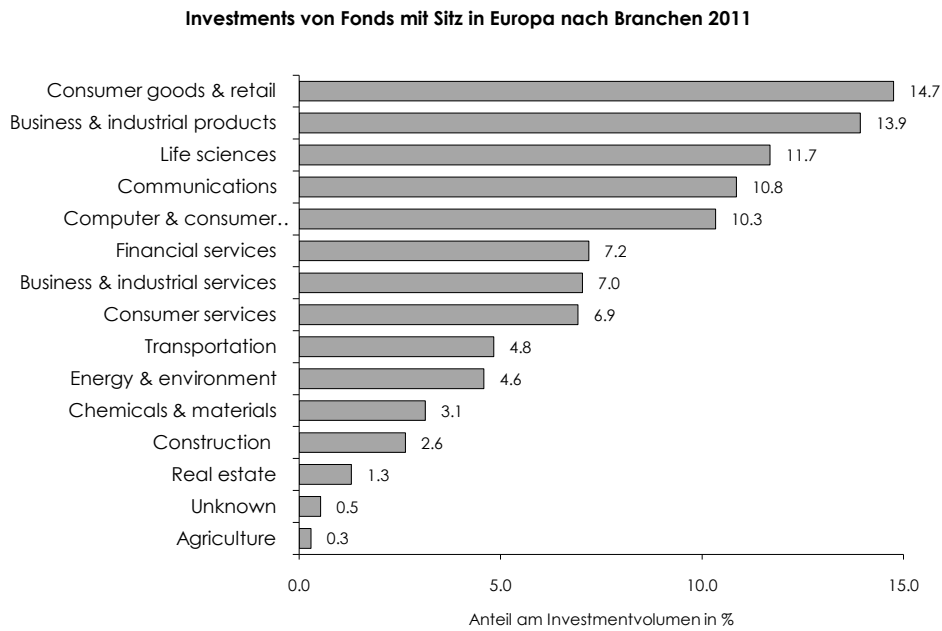


**Abbildung 29 Top 5 Investmentbranchen 2011 von Portfoliounternehmen mit Sitz in Österreich, Anteil in % vom Investmentvolumen, im Zeitverlauf**

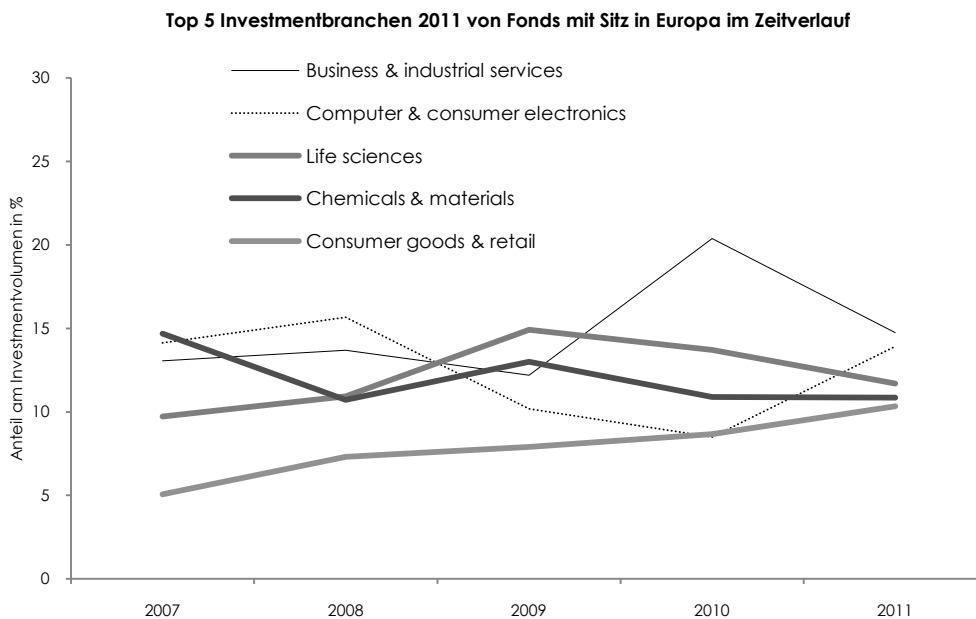




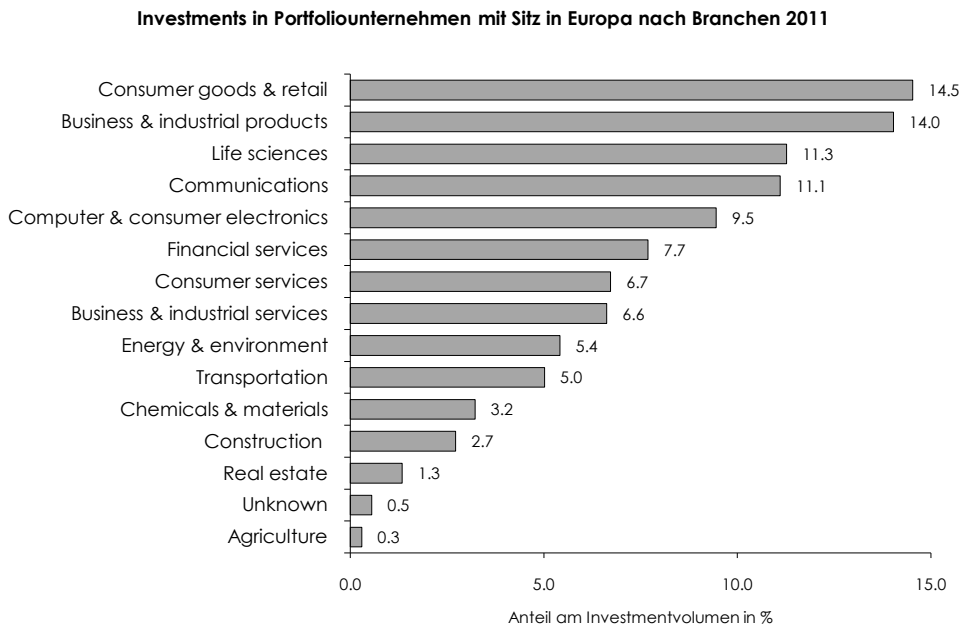
**Abbildung 30 Investments von Fonds mit Sitz in Europa nach Branchen, Anteil in % vom Investmentvolumen, 2011**



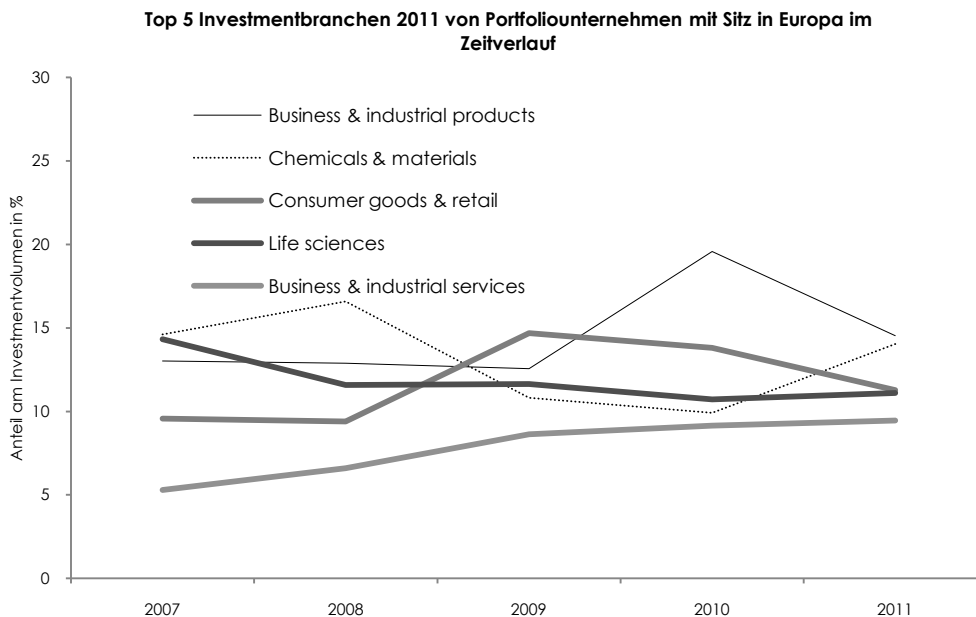
**Abbildung 31 Top 5 Investmentbranchen 2011 von Fonds mit Sitz in Europa, Anteil in % vom Investmentvolumen, im Zeitverlauf**



**Abbildung 32 Investments in Portfoliounternehmen mit Sitz in Europa nach Branchen, Anteil in % vom Investmentvolumen in %, 2011**



**Abbildung 33 Top 5 Investmentbranchen 2011 von Portfoliounternehmen mit Sitz in Europa, Anteil in % vom Investmentvolumen, im Zeitverlauf**



Analysiert man die Branchenverteilungen der Investments, so bietet auch hier das PEREP-Tool die Möglichkeit, diese auf europäischer und nationaler Ebene, sowie aus Sicht der Fonds und aus Sicht der Unternehmen auszuwerten. In der vorliegenden Studie wurden dazu ausgehend von den Daten für 2011 die Top 5 der Branchenrankings identifiziert (Abbildung 16) und diese Branchen über den Zeitverlauf 2007-2011 beobachtet (Abbildung 27).

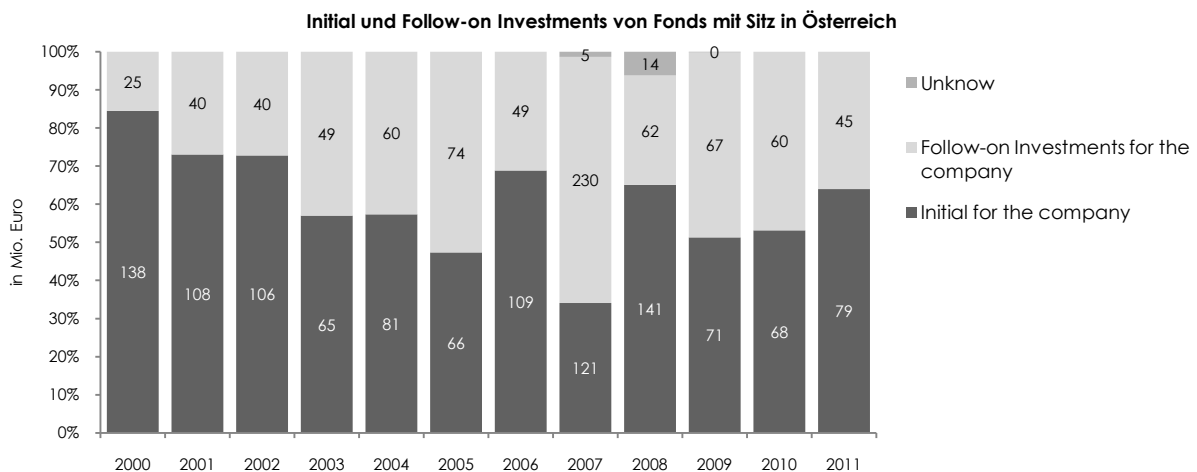
In einem kleinen Markt wie Österreich ist es wenig überraschend, dass die Investments in den verschiedenen Unternehmensbranchen im Wesentlichen den Industriezweigen des

Landes folgt. Im Jahr 2011 (Abbildung 26) führen dieses Ranking „Computer & Consumer electronics“ mit 18% aller von österreichischen Fonds getätigten Investments, vor „Chemicals & Materials“ (16,8%), „Consumer Goods & Retail“ (15,8%), „Business & Industrial Services“ (12,4%) und „Life Sciences“ (10,4%) an. Beobachtet man diese Branchen in den letzten 4 Jahren (2007-2011, Abbildung 27) so lässt sich daraus kein deziderter Trend ableiten, es zeigt sich einmal mehr, dass in einem kleinen Markt wie dem österreichischen, und in den nochmals kleineren Branchensegmenten einzelne Investments die Positionierung im Ranking zu stark beeinflussen (so lässt sich auch hier der „Business & Industrial Services“-Peak im Jahr 2007 auf einen großen Deal, „M+W Zander“, zurückführen). Es kann lediglich festgehalten werden, dass die genannten Branchen in fast allen Jahren unter den Top 5-gereichten Branchen zu finden sind.

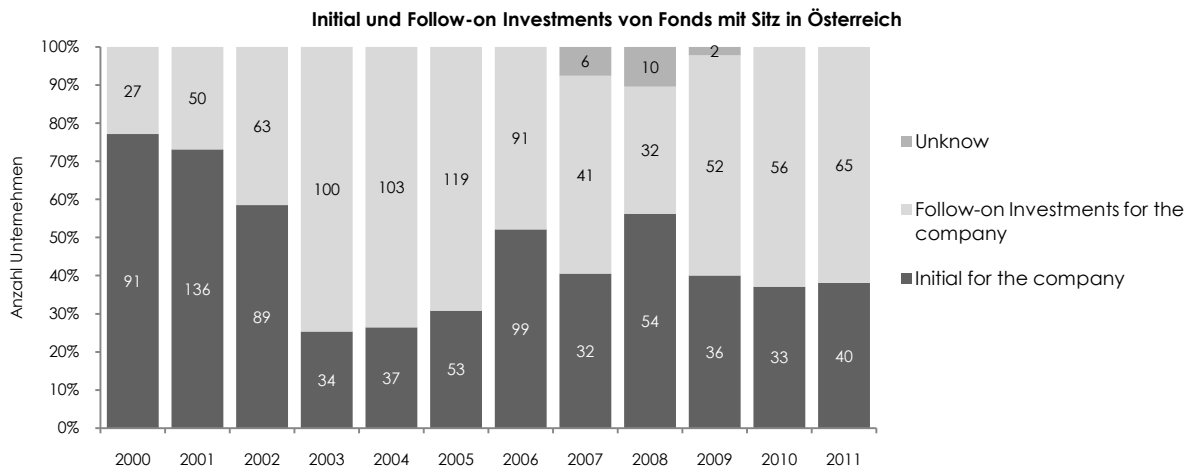
Ein ähnliches Bild ergibt sich bei der Analyse der in österreichische Unternehmen getätigten Investments (Abbildung 28). Hier führt das Ranking für 2011 „Chemicals & Materials“ (38,2%) vor „Life Sciences“ (22,3%), „Business & Industrial Services“ (14,0%), „Business & Industrial Products“ (5,0%) und „Consumer Goods & Retail“ (4,7%) an. Die Beobachtung in der Zeitreihe (Abbildung 29) ergibt auch hier starke Schwankungen im Anteil der Investments im jeweiligen Branchensegment (insbesondere 2010, „Business & Industrial“ products, hier ist der bereits erwähnte Constantia Packaging AG-Deal wieder zu finden).

Auf europäischer Ebene findet sich bei der gleichen Analyse für 2011 hinsichtlich der europäischen Risikokapitalgeber ein Ranking (Abbildung 30) mit „Consumer Goods & Retail“ (14,7%) vor „Business & Industrial Products“ (13,9%), „Life Sciences“ (11,7%), „Communications“ (10,8%) und „Computer & Consumer Electronics“ (10,3%) an der Spitze, wobei sich im Zeitverlauf weniger Schwankungen zeigen als auf nationaler Ebene (Abbildung 31). Aus Sicht der europäischen Unternehmen ergibt sich ein beinahe identisches Bild. Das Ranking der Top 5 weist die gleiche Reihenfolge auf, lediglich die %-Werte der Anteile an den Gesamtinvestments unterscheiden sich („Consumer Goods & Retail“ [14,5%], „Business & Industrial Products“ [14%], „Life Sciences“ [11,3%], „Communications“ [11,1%] und „Computer & Consumer Electronics“ [9,5%]). Im Zeitverlauf (Abbildung 33) zeigen sich im Vergleich zur Risikokapitalgeber-Branchenverteilung (Abbildung 31) keine nennenswerten Unterschiede. Hier wirkt sich der große Gesamtmarkt auf die Kontinuität aus.

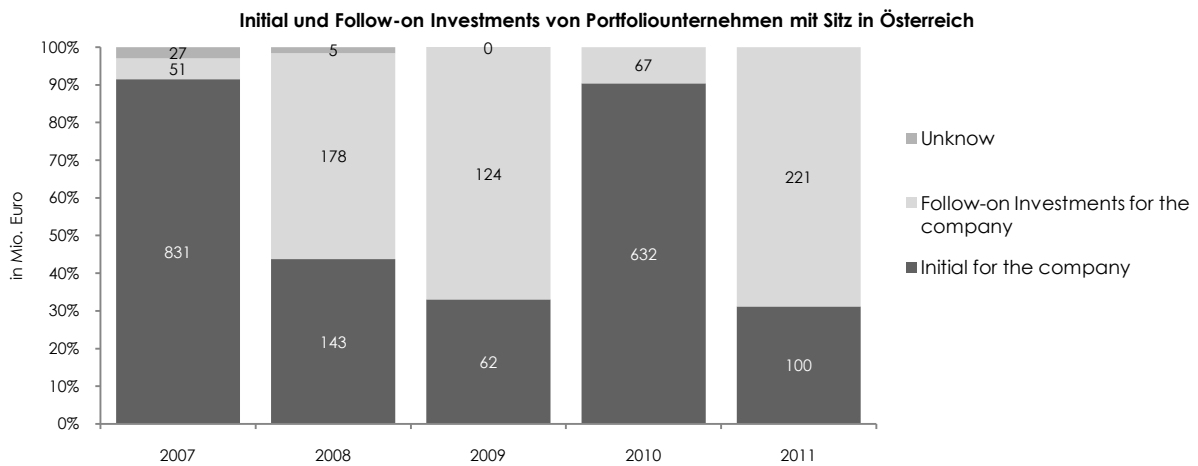
**Abbildung 34 Initial und Follow-on Investments von Fonds mit Sitz in Österreich, Volumen**



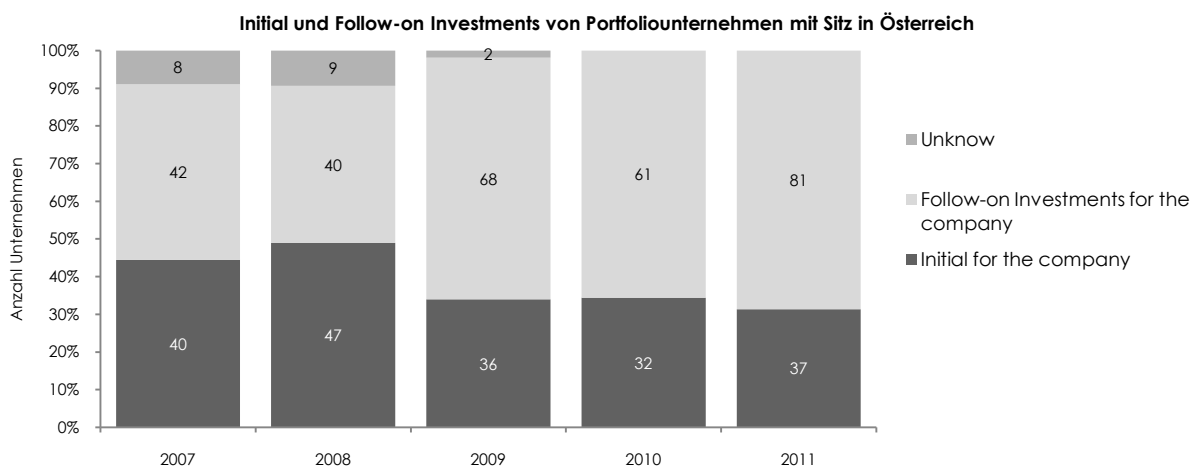
**Abbildung 35 Initial und Follow-on Investments von Fonds mit Sitz in Österreich, Anzahl der Unternehmen**



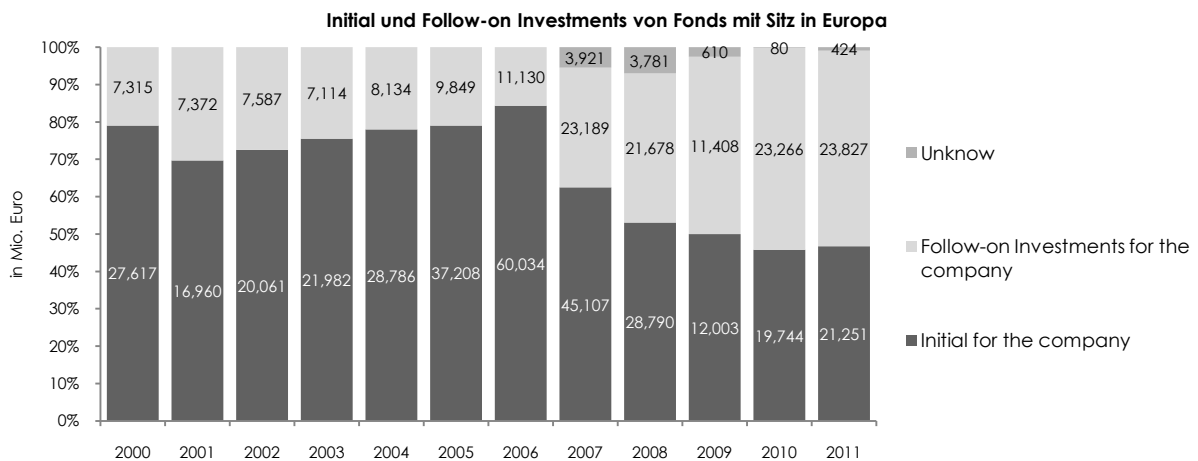
**Abbildung 36 Initial und Follow-on Investments von Portfoliounernehmen mit Sitz in Österreich, Gesamtvolumen**



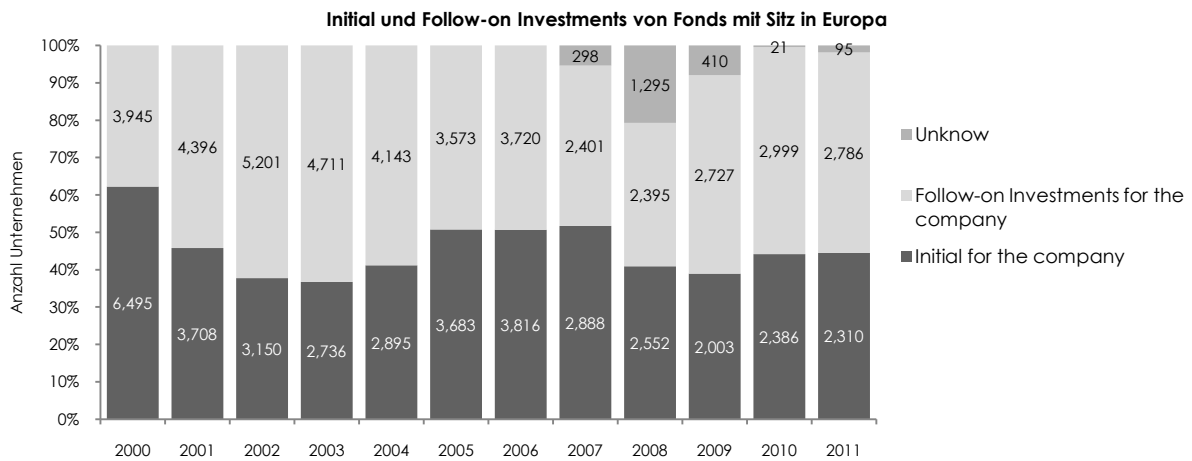
**Abbildung 37 Initial und Follow-on Investments von Portfoliounernehmen mit Sitz in Österreich, Anzahl der Unternehmen**



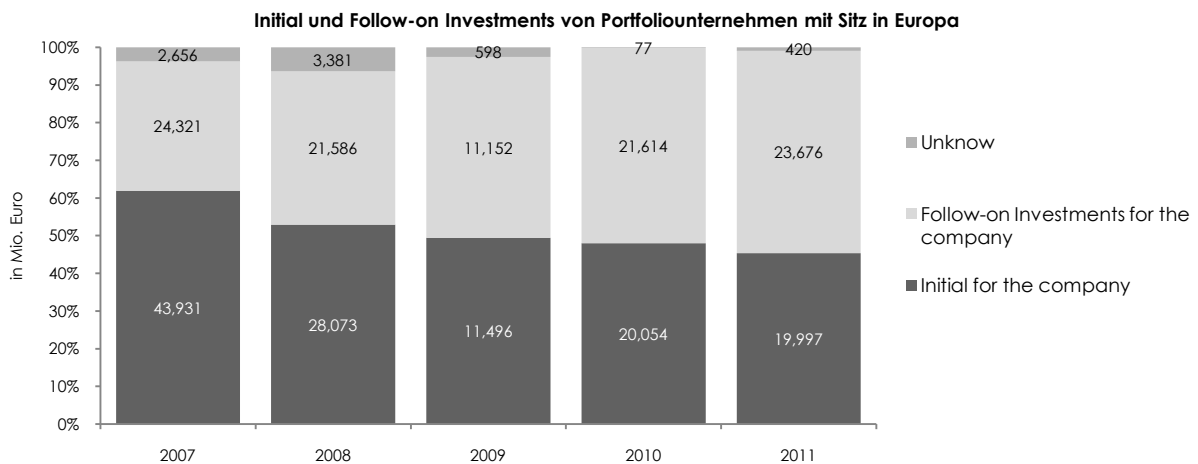
**Abbildung 38 Initial und Follow-on Investments von Fonds mit Sitz in Europa, Gesamtvolumen**



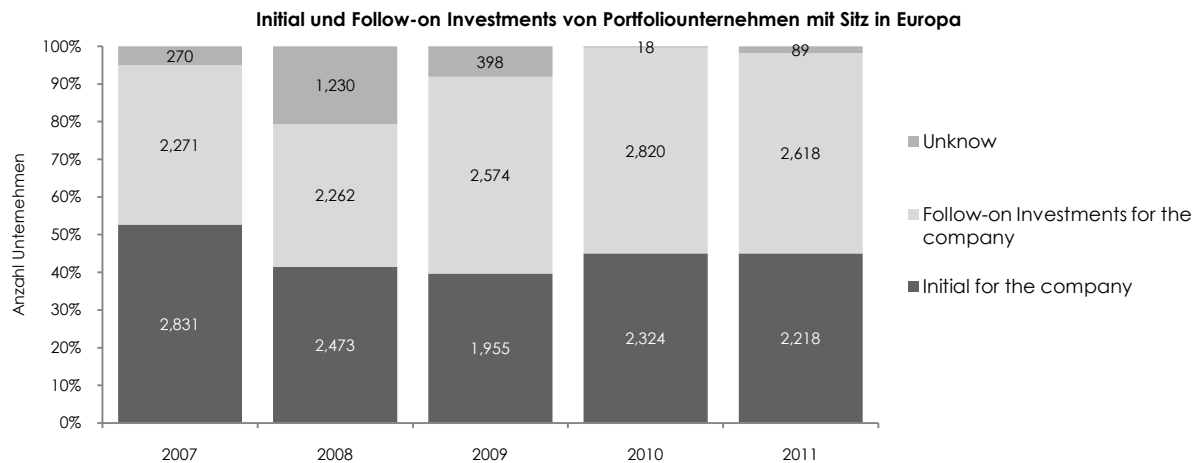
**Abbildung 39 Initial und Follow-on Investments von Fonds mit Sitz in Europa, Anzahl der Unternehmen**



**Abbildung 40 Initial und Follow-on Investments von Portfoliounernehmen mit Sitz in Europa, Gesamtvolumen**



**Abbildung 41 Initial und Follow-on Investments von Portfoliounternehmen mit Sitz in Europa, Anzahl der Unternehmen**



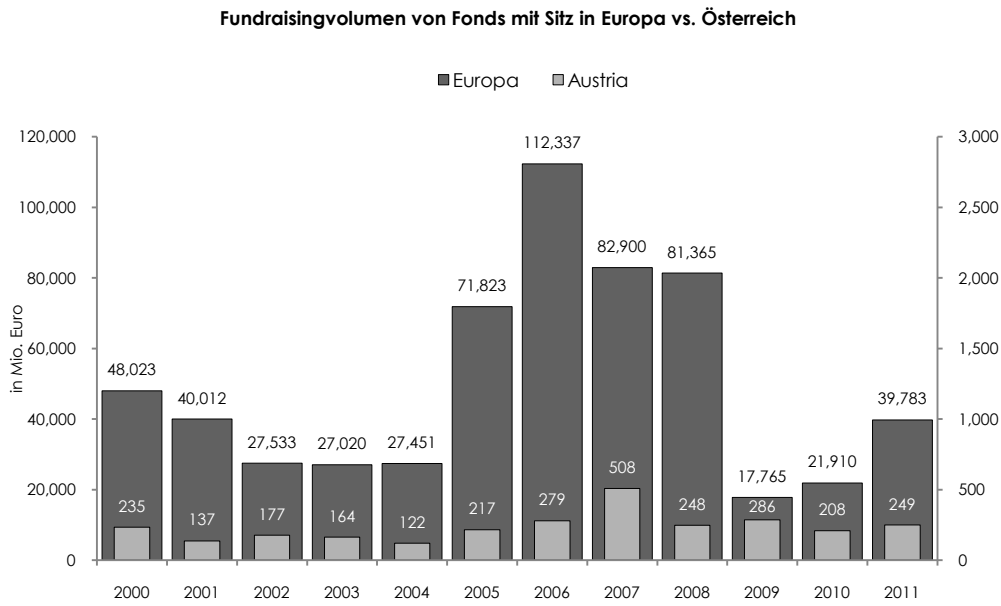
Ein weiterer Indikator der österreichischen Risikokapitalindustrie ist die Verteilung von „Initial“- (Erst-) Investments und „Follow-on“- (Folge-) Investments (Abbildung 34 - Abbildung 41), was sich sowohl im Gesamtvolumen als auch in der Anzahl der betroffenen Unternehmen ausdrücken lässt.

Auch hier lässt sich die Finanzkrise als Einschnitt in der Entwicklung identifizieren. Auf gesamteuropäischem Niveau (Abbildung 38, Abbildung 39) nehmen sowohl die Volumina, als auch die Anzahl der Unternehmen, die ein Folge-Investment durch die europäischen Risikokapitalgeber erhalten haben, im Wesentlichen zu. Es müssen in der Vergangenheit getätigte Investments geschützt werden, bzw. Unternehmen, an denen der Risikokapitalgeber beteiligt ist, durch die Krise gebracht werden. Außerdem ist im Zusammenhang mit der vieldiskutierten „Vertrauenskrise“ ein Investment in einen bereits bekannten Partner (= bestehendes PU) auch sicherer, als in einen gänzlich unbekanntem, neuen Partner. Aus Sicht der Unternehmen (Abbildung 40, Abbildung 41) unterliegt der Anteil der Folge-Investments gegenüber Erst-Investments zwar Schwankungen, steigt bis 2010 aber an. 2011 flacht die Kurve wieder ab, liegt aber immer noch 15% über dem Wert von 2007. Im österreichischen Risikokapitalmarkt (Abbildung 34,) beeinflussen wieder große Einzelinvestments bei geringem Gesamtvolumen die Zeitreihe. Wobei sich in den Jahren 2000-2002 und 2006 und 2008 zeigt, dass Erst-Investments dominieren, die von Phasen gefolgt werden, in denen vermehrt Folge-Investments auftreten (Abbildung 35).

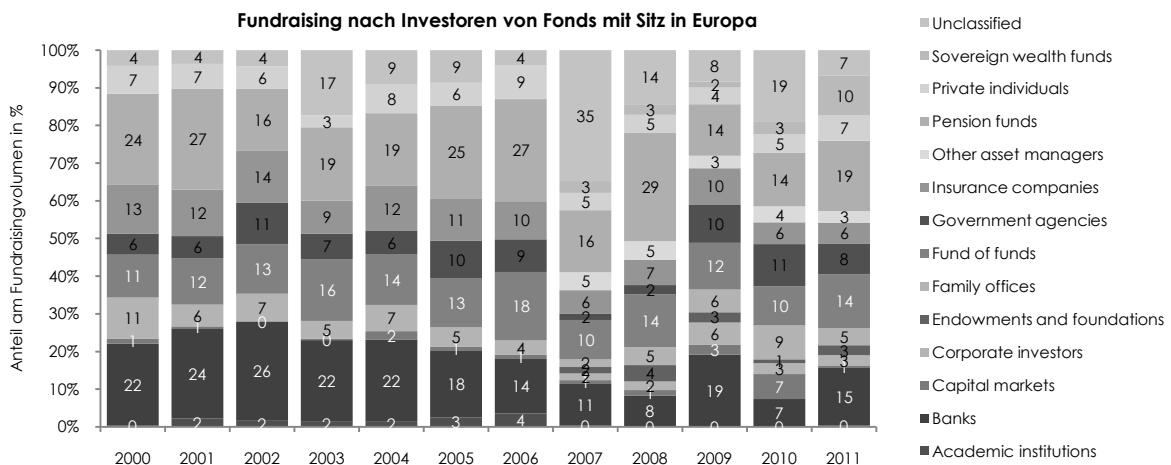
### 5.1.2 Fundraising

Das Fundraising als weiterer Indikator der Entwicklung der Risikokapitalindustrie ist im Vergleich Gesamteuropa vs. Österreich in Abbildung 42 - Abbildung 44 dargestellt und zeigt die an Risikokapitalfonds kommittierten Mittel in Europa bzw. Österreich. Wie bei den Investments zeigt sich auch beim Fundraising ein Einbruch beim Aufstellen neuen Risikokapitals im Zuge der Finanzkrise, der in Österreich zeitnahe zur Umgestaltung der spezifisch österreichischen Fondsstrukturen entsprechend des europäischen Beihilferechts stattfindet (siehe 5.1.1 Investments). Diese beiden Faktoren haben negative Auswirkungen auf das Fundraising in Österreich im Allgemeinen und speziell, wenn es darum geht, internationale Investoren für die heimischen Fonds zu gewinnen.

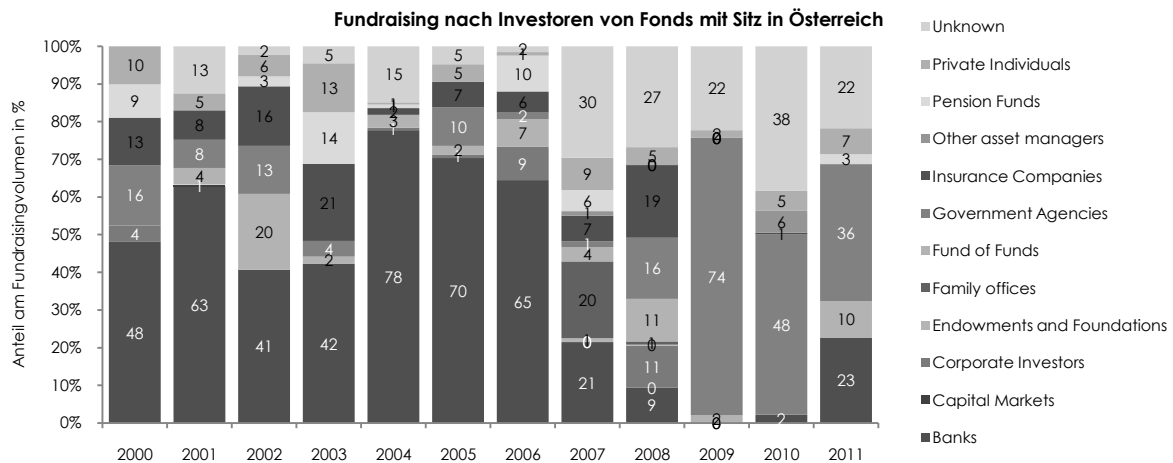
**Abbildung 42 Fundraisingvolumen von Fonds mit Sitz in Europa vs. Österreich in € Mio.**



**Abbildung 43 Fundraising nach Investoren von Fonds mit Sitz in Europa, Anteil in % vom Fundraisingvolumen**



**Abbildung 44 Fundraising nach Investoren von Fonds mit Sitz in Österreich, Anteil in % vom Fundraisingvolumen**



Was jedoch ins Auge sticht, ist die Dimension dieses Einbruchs, der für österreichische Verhältnisse, ausgehend von einem niedrigeren Niveau, zwar durchaus dramatisch, aber im Vergleich zum europäischen Bild (von 2006 bis 2009 ein Rückgang um knapp 84%) nicht so umfangreich war (in Österreich von 2007 bis 2010 ein Rückgang um 59%). In Europa kam es mit Beginn der Finanzkrise, wie in Österreich, zu zurückhaltendem Investitionsverhalten der institutionellen Fondsinvestoren. Zusätzlich gab es in Europa auch Ausfälle von bereits kommittiertem Fondskapital in nicht unerheblichem Ausmaß. Dies war in Österreich nur in einem einzigen Fall zu beobachten, sodass zumindest die in der Vergangenheit getätigten Kapitalkommittments gehalten haben und für Investitionen in österreichische KMU auch tatsächlich zur Verfügung standen.

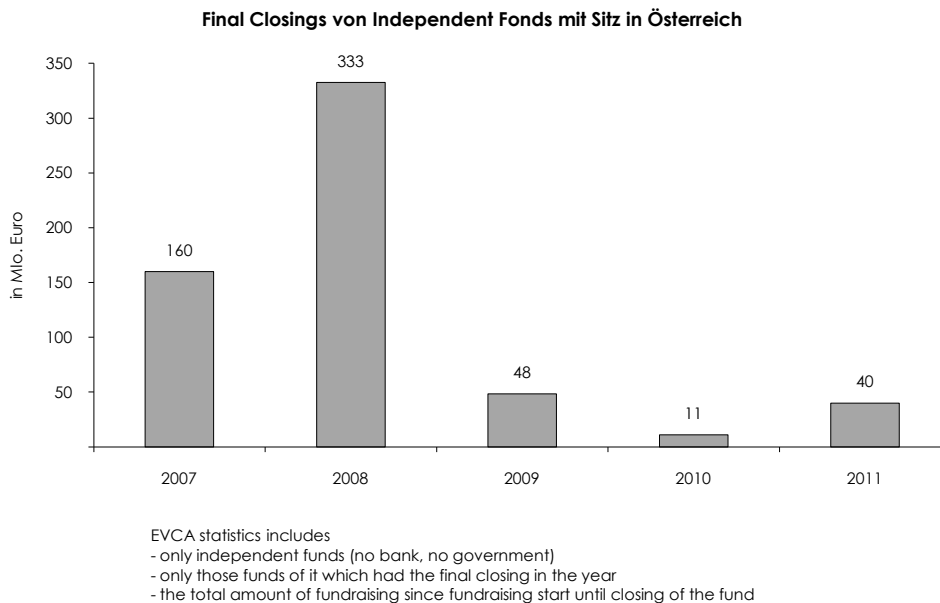
In Österreich ist zu beobachten (Abbildung 44), dass sich die in der Vergangenheit größte Investorengruppe, die Banken von 2004 mit 78% Anteil am kommittierten Kapital bis 2009 komplett (0%) aus der „Asset Class“ Risikokapital zurück zieht und nur langsam wiederkehrt. In Europa ist zwar auch ein Rückgang des Bankensektors zu beobachten (Abbildung 43), er hatte aber nie die große Bedeutung wie in der jungen österreichischen Risikokapitalindustrie. Im Gegensatz zum europäischen Vergleich ist in Österreich zeitgleich eine signifikante Verstärkung des öffentlichen Engagements zu beobachten, womit die öffentliche Hand in Österreich seit 2009 zur größten Investorengruppe wird. Wenig Bedeutung kommt Versicherungsgesellschaften und Pensions-Fonds beim Fundraising in Österreich zu.

Neben dem Indikator „Fundraising“, der alle kommittierten Kapitalmittel erfasst, wird seit 2007 mit Einführung des PEREP-Analysertools auch der Indikator „Final Closings“ erhoben, dieser inkludiert nur unabhängige (independent) Fonds (keine bankassoziierten und keine „Government“-Fonds) sowie nur diejenigen Fonds, die das „Final Closing“ im die Statistik betreffenden Jahr hatten. Er gibt das Gesamt-Fundraisingvolumen seit Start des Fundraising bis zum Closing des betreffenden Fonds wieder. Der Indikator bietet somit ein detailliertes Bild der tatsächlich geschlossenen „Commitments“ und zeigt für Gesamteuropa (Abbildung 45), wie auch für Österreich (Abbildung 46) ebenfalls den dramatischen Einbruch im Jahr 200. In Österreich erreicht das Volumen im Jahr 2010 mit 3,3% des Wertes von 2008 seinen Tiefststand und erholt sich 2011 nur leicht. Auf europäischer Ebene ist der tiefste Wert 2009

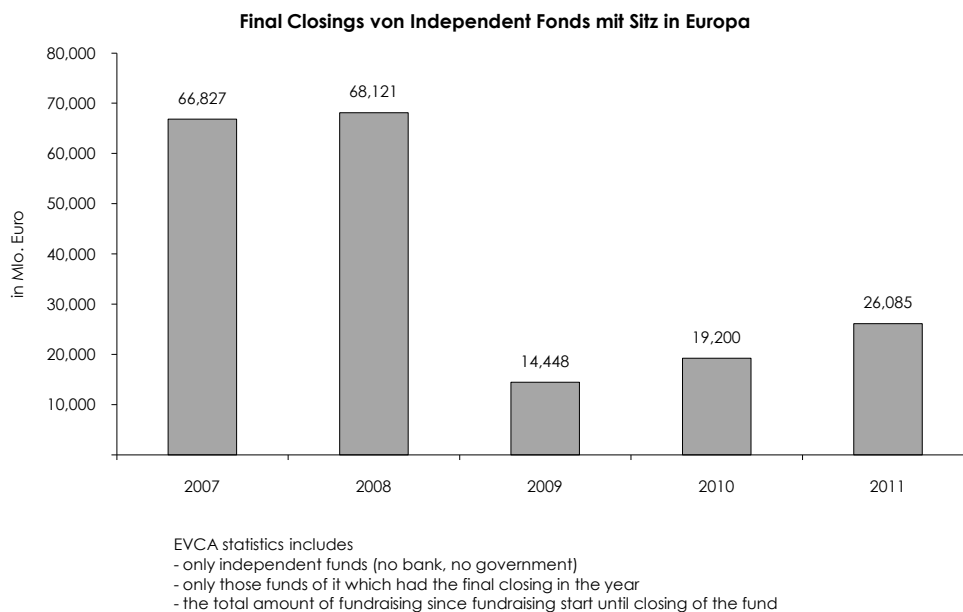


mit 21% des Vorjahres erreicht und erholt sich seither kontinuierlich bis hin zu 38% des 2008-er Wertes.

**Abbildung 45 Final Closings von Independent Fonds mit Sitz in Österreich in € Mio.**



**Abbildung 46 Final Closings von Independent Fonds mit Sitz in Europa in € Mio.**



### 5.1.3 Modellberechnung – verfügbares Kapital

Die Ermittlung des für Investments aktuell zur Verfügung stehenden Kapitals ist aufgrund der Tatsache schwierig, dass das im jeweiligen Jahr kommittierte Kapital nicht vollständig im selben oder im darauffolgenden Jahr investiert wird. Dies zeigt sich auch im Mangel an verfügbaren Sekundärdaten aus anderen Risikokapitalmärkten zu diesem Thema. Je nach Fonds und dessen Investmentstrategie wird in der Regel im Laufe der auf das Kommittment

folgenden fünf Jahre in Portfoliounternehmen investiert. Meist wird auch ein bestimmter Anteil der kommittierten Mittel für Folgeinvestments zurückgehalten bzw. schlussendlich bis zum Ende der Fondslaufzeit nicht investiert, ein gewisser Anteil des Kapitalkommittments wird auch für das Fondsmanagement und die Abwicklung („Management Fee“) aufgewendet. Die im jeweiligen Jahr verbliebenen kommittierten Mittel kommen zu den neu kommittierten Mittel hinzu, die aber ihrerseits wieder im Laufe mehrerer Jahre investiert werden, und so weiter und so fort. Auf diese Weise bildet sich ein aus verschiedenen Fundraising-Tranchen gespeister Topf an Risikokapital, der für Investments in Unternehmen zur Verfügung steht. Ein Modell zur Einschätzung des „Kapitalrückstaus“, d.h. der kommittierten Mittel, die noch nicht investiert wurden aber für Investments in KMU zur Verfügung stehen, muss daher auf den folgenden Annahmen beruhen:

- Die im Rahmen der Industrie-Statistik erhobenen Fundraising-Kennzahlen bilden jeweils die Basis des zur Verfügung stehenden jährlichen Investitionsvolumens.
- Etwa 17% des Fondsvolumens werden kumuliert über eine übliche Fondslaufzeit (10 Jahre) für das Fondsmanagement und die Abdeckung der laufenden Kosten verwendet (Management Fee, Set-up Kosten etc.).
- Ein Fonds investiert innerhalb von fünf Jahren vom (verbleibenden) kommittierten Kapital jeweils 20% pro Jahr.
- Die Differenz dieses „theoretischen“ Investitions-Volumens zu den tatsächlich getätigten Investments (Industrie-Statistik) ermöglicht eine Annäherung an das verfügbare Kapital, bzw. an das kommittierte und für Investitionen zur Verfügung stehende Kapital.

Dabei wurden die zwei folgenden Modellberechnungen durchgeführt:

### **Modellberechnung 1:**

Glättet man die Fundraisingzahlen, indem man berücksichtigt, dass das in einem Jahr frisch aufgebrachte Kapital nicht auch zur Gänze im selben, sondern über fünf Jahre investiert wird, erhält man einen Modellstrom an Risikokapitalinvestitionen, der als „Benchmark“ fungiert (Modellberechnung 1).

Bei der Modellberechnung 1 wird das Fundraising eines Jahres um Kostenkomponenten (z.B. Managementkosten) bereinigt und danach gefünfelt. Jeweils eine der fünf Kapitalkomponenten wird dann demselben und den vier Folgejahren zugeteilt. Verfäht man auf diese Weise für alle Fundraisingjahre, erhält man für jedes Jahr die Risikokapitalinvestitionen, die bei kontinuierlichen Investitionsaktivitäten getätigt würden.

### **Modellberechnung 2:**

Bei der Modellberechnung 1 berücksichtigt man aber noch nicht, dass ein rasches Investieren von Risikokapital über den errechneten Modellinvestitionen auch das in den Folgejahren verfügbare Kapital reduziert und umgekehrt ein langsames Investieren das verfügbare Kapital erhöht. Wird dieser Budgeteffekt mitberücksichtigt, stellen die „bereinigten Modellinvestitionen“ einen Indikator dar, der nicht nur anzeigt, ob ein Defizit oder ein

Rückstau bei den Risikokapitalinvestitionen zu erwarten ist, sondern er verweist auch auf das Ausmaß eines solchen Defizits oder Rückstaus (Modellberechnung 2).

Bei der Modellberechnung 2 wird eine bestehende Differenz zwischen tatsächlichen Investitionen und Modellinvestitionen eines Jahres im Verhältnis 4:3:2:1 auf die Modellinvestitionen 1 der Folgejahre aufgeteilt. Sind die tatsächlichen Investitionen größer als die Modellinvestitionen 1 wird die Differenz im genannten Verhältnis von den Folgejahren abgezogen, sind die kleiner wird sie zugezählt. Das Verhältnis 4:3:2:1 wurde gewählt, weil sich die Modellinvestitionen der Folgejahre auch in diesem Verhältnis aus Kapitalkomponenten der Modellinvestitionen des Quelljahres zusammensetzen (vgl. Methode für Modellberechnung 1). Im darauffolgenden Jahr wird dann die Differenz der „bereinigten Modellinvestitionen“ bzw. Modellinvestitionen 2 mit den tatsächlichen Investitionen gebildet und das gleiche Verfahren angewendet. Das Verfahren wird dann für alle Jahre des Beobachtungszeitraums fortgesetzt.

Um sicherzustellen, dass im Rahmen der Modellberechnung die tatsächlichen Investitionen jedes einzelnen Jahres auch aus den verfügbaren Mitteln finanzierbar sind, wurde die Modellberechnung unter folgender Bedingung durchgeführt: „In jedem beliebig gewählten Jahr x muss das Fundraising desselben Jahres plus das aus vergangenen Perioden ererbte Geld (Fundraising der vergangenen Perioden abzüglich der Investitionen der vergangenen Perioden) größer sein als die Investitionen des Jahres x.“

### **Analyse der Modellberechnungen**

Eine genauere Analyse der Fundraisingzahlen lohnt sich auch deshalb, weil diese die Risikokapitalinvestitionen in den Jahren enthalten, die auf das Fundraising folgen. Sie stellen damit einen sehr guten Frühindikator für die mittelfristige Marktentwicklung dar (Abbildung 47). Glättet man die Fundraisingzahlen, indem man berücksichtigt, dass das in einem Jahr frisch aufgebrachte Kapital nicht auch zur Gänze im selben, sondern über fünf Jahre investiert wird<sup>31</sup>, erhält man einen Modellstrom an Risikokapitalinvestitionen, der als „Benchmark“ fungiert (Modellberechnung 1). Liegen die tatsächlichen Investitionen über den Modellinvestitionen wird sehr rasch investiert, was meist auf einen wachsenden Markt hinweist. Ist es umgekehrt, wird langsam investiert und ein Rückstau der Mittel kündigt sich an. Darüber hinaus zeigt ein wachsender Strom von Modellinvestitionen eine wachsende Verfügbarkeit von Mitteln an. Ein schrumpfender Strom ist dagegen ein Indikator dafür, dass den Risikokapitalgebern das Geld ausgeht.

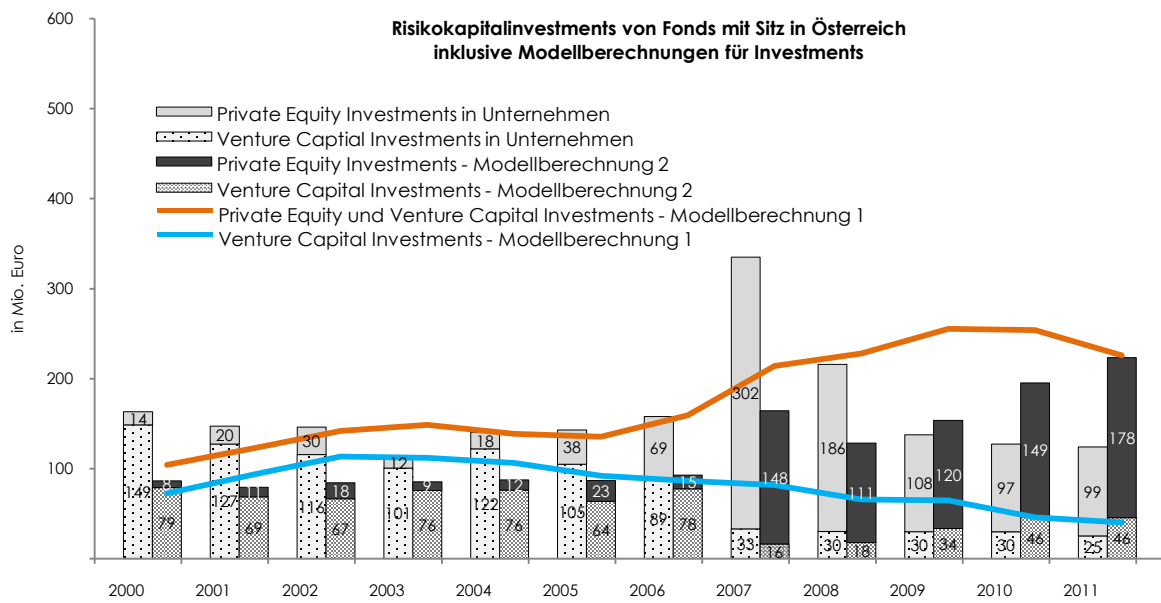
Dieser „Benchmarkindikator“ berücksichtigt aber noch nicht, dass ein rasches Investieren von Risikokapital über den errechneten Modellinvestitionen auch das in den Folgejahren verfügbare Kapital reduziert und umgekehrt ein langsames Investieren das verfügbare Kapital erhöht. Wird dieser Budgeteffekt mitberücksichtigt, stellen die „bereinigten Modellinvestitionen“ einen Indikator dar, der nicht nur anzeigt, ob ein Defizit oder ein

---

<sup>31</sup> Die fünf Jahre entsprechen der Dauer der Investitionsperiode, die üblicher Weise zwischen Risikokapitalgebern und Fondsinvestoren vereinbart wird.

Rückstau bei den Risikokapitalinvestitionen zu erwarten ist, sondern er verweist auch auf das Ausmaß eines solchen Defizits oder Rückstaus (Modellberechnung 2).

**Abbildung 47 Risikokapitalinvestments von Fonds mit Sitz in Österreich inklusive Modellberechnungen für Investments für PE insgesamt und VC.**



**Abbildung 48 VC-Investments von Fonds mit Sitz in Österreich inklusive Modellberechnung für Investments**

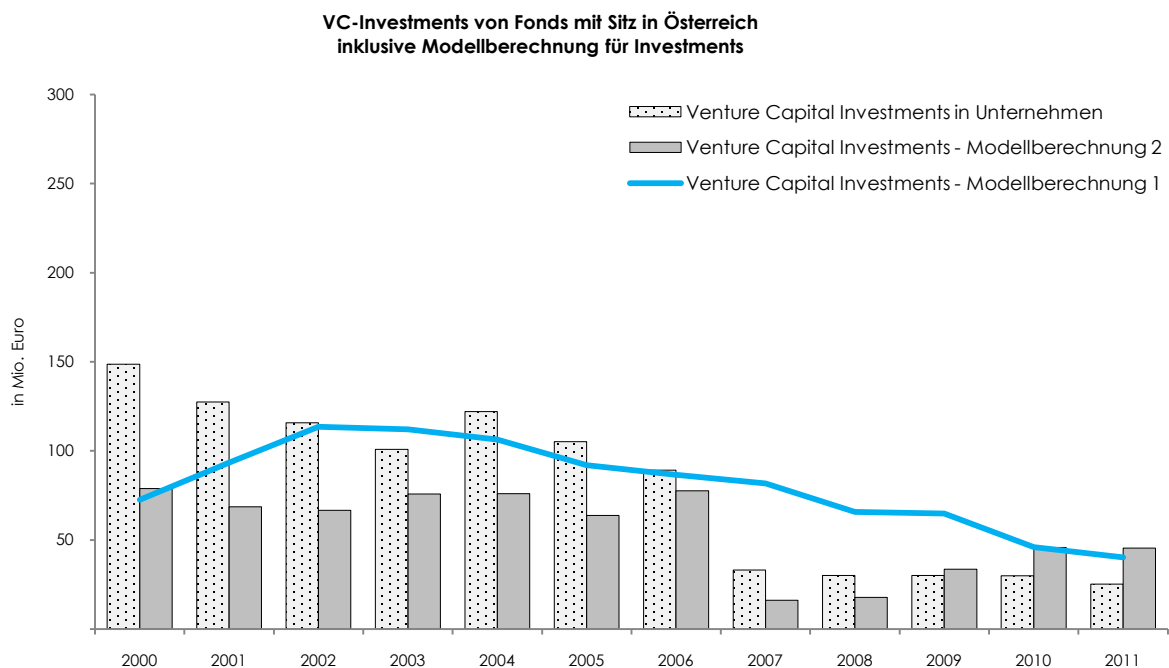


Abbildung 47 zeigt die Ergebnisse von Modellberechnung 1 und 2 für die österreichischen Risikokapitalinvestitionen. Betrachtet man die orange Linie (Modellberechnung 1) sowie die linken (hellgraue und gepunktete Balken) und rechten (mittelgraue und dunkelgraue Balken) Balken als Ganzes, zeigt sich von 2000 bis 2002 eine hohe Investitionsgeschwindigkeit, da die tatsächlichen Investitionen (linke Balken) die Modellinvestitionen (orange Linie) übersteigen. Zwischen 2004 und 2006 wird dann beinahe konform mit der Modellberechnung 1 investiert, bevor sich 2007 als Boom-Jahr erweist und in der Folgeperiode die Investitionsgeschwindigkeit kontinuierlich zurückgeht und so einen spürbaren Kapitalrückstau aufbaut (Differenz zwischen den linken und rechten Balken im Jahr 2011). Dieser Rückstau dürfte zu einem gewissen Teil auf das seit 2007 stark rückläufige Fundraising<sup>32</sup> zurückzuführen sein. Vor allem wird er aber durch die unsicheren wirtschaftliche Rahmenbedingungen erzeugt, die besonders im „Later Stage“-Bereich zu unterschiedliche Erwartungen von Unternehmern und Investoren über die zukünftige Entwicklung der potentiellen Investitionsziele und damit zu einem Auseinanderklaffen der Preiserwartungen von Unternehmensverkäufern und Unternehmenskäufern geführt haben. Aufgrund dieser unterschiedlichen Preiserwartungen kann sich der Markt nicht mehr räumen und der Kapitalrückstau tritt gleichzeitig mit einem Überhang auf der Nachfrageseite auf (vgl. dazu Kap. 11.3, S. 170f).

Wenn man die Betrachtung nur auf das Venture Capital Segment und damit auf Investitionen in junge, innovative und technologieorientierte KMU konzentriert, für die Transaktionsgrößen von bis zu rund € 700.000 in sehr frühen und bis zu rund € 3.000.000 in etwas reiferen Investitionsphasen erwartet werden können (vgl. Abbildung 48), zeigt sich folgendes Bild.<sup>33</sup>

Die tatsächlichen VC-Investitionen (gepunktete Balken) verlaufen von 2000 – 2006 im Wesentlichen schneller als die Modellinvestitionen (blaue Linie – Modellberechnung 1). Ab 2006 reduziert sich die Investitionsgeschwindigkeit, was an der positiven Differenz zwischen den VC-Modellinvestitionen (blaue Linie) und den tatsächlichen VC-Investitionen (gepunktete Balken) abzulesen ist. Die tatsächlichen VC-Investitionen liegen aber immer noch über den „bereinigten Modellinvestitionen“ (mittelgraue Balken – Modellberechnung 2), so dass eng an der Kapitalverfügbarkeit investiert wird. Erst in den Jahren 2010 und 2011 zeigt sich ein leichter Kapitalrückstau. Das geschieht allerdings nicht

---

<sup>32</sup> Das seit 2007 rückläufige Fundraising wird auch in der seit 2009 sinkenden orangenen Linie (Modellberechnung 1) angezeigt, die aufgrund der Glättung der Fundraisingzahlen erst zwei Jahre später auf den Rückgang reagiert.

<sup>33</sup> Die AVCO/EVCA Daten weisen in den Jahren 2007 – 2011 für das Venture Capital Segment (Fonds mit Sitz in Österreich) Investitionsvolumina mit einem Mittelwert von rund € 170.000 bis € 270.000 für sehr frühe und von rund € 900.000 bis € 1.600.000 für etwas reifere Unternehmensphasen aus. Berücksichtigt man die Standardabweichung (durchschnittliche Abweichung vom Mittelwert) für die jeweils höheren Werte, ergeben sich im oberen Bereich Transaktionsvolumina von jeweils € 700.000 und € 3.000.000. Da diese Zahlen anhand der durchschnittlichen Abweichungen vom Mittelwert errechnet wurden, können die Spitzenwerte für einzelne Transaktionen noch spürbar höher liegen.

so stark aufgrund unsicher wirtschaftlicher Umfeldbedingungen, sondern vor allem, weil dem VC-Segment das Geld ausgeht. Seit 2004 zeigen die VC-Modellinvestitionen (Modellberechnung 1) einen kontinuierlichen Abwärtstrend, der schließlich zu einem Ausgleich von VC-Modellinvestitionen (blaue Linie) und bereinigten VC-Modellinvestitionen (grau Balken) in den Jahren 2010 und 2011 führt. Dem Bereich scheint damit also viel weniger Geld zugeflossen zu sein, als investiert hätte werden können. Die Analyse des „Deal Flow“<sup>34</sup> österreichischer VCs, die im Zuge des Projekts durchgeführt wurde, bestätigt diese Einschätzung und zeigt eine ungebrochen hohe Nachfrage nach Risikokapitalinvestitionen in den frühen Phasen der Unternehmensentwicklung.

Die schwierige Situation des österreichischen VC-Segments, die sich sehr klar aus der Datenanalyse ablesen lässt, wird außerdem durch die Ergebnisse der Interviews und der Fragebogenerhebung bestätigt, die im Zuge des Projekts durchgeführt wurden (vgl. dazu Kap. 11, S. 162f sowie Kap. 13, S. 185f).

#### 5.1.4 Markt-Teilnehmer

Wie bereits erläutert, ist die österreichische Risikokapitalindustrie im internationalen Vergleich jung und klein. Das hat auch Auswirkungen auf die Anzahl der in Österreich ansässigen und aktiven Risikokapitalgeber, die sich im österreichischen Dachverband der Private Equity und Venture Capital-Industrie, der „Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation – AVCO“, organisiert haben.<sup>35</sup> Die in Tabelle 1 angeführten AVCO-Mitglieder unterscheiden sich im Branchen- und Phasenfokus und sind i.d.R. wie in einer Weise organisiert wie das in Kap. 2, S. 21 dargestellt wurde organisiert.

**Tabelle 1 Österreichische Risikokapitalgeber, Mitglieder des Österreichischen Dachverbandes der Private Equity und Venture Capital Industrie, AVCO.**

Beteiligungskapitalgeber (AVCO Mitglieder)	Beteiligungsarten	Finanzierungsphasen
3TS Capital Partners <i>www.3tscapital.com</i>	Subscription of new shares issued by the Company. Purchase of existing shares. Convertible debt, warrants or a combination of the above	Expansion/MBO

<sup>34</sup> Für die Analyse im Rahmen des Projekts wurde der „Deal Flow“, der die Zahl an Unternehmen angibt die an VC interessiert sind, um die Kapitalanfragen bereinigt, die nicht VC-fähig sind. Als Abgrenzung für den relevanten „Deal Flow“ wurde der „Pre-Due Diligence“ verwendet. Diese Vorprüfung potentieller Portfoliounternehmen durch die Risikokapitalgeber verursacht Recherche- und Personalkosten und wird nur durchgeführt, wenn die Unternehmen zumindest prinzipiell risikokapitalfähig sind und in die Investitionsstrategie des Risikokapitalgebers passen.

<sup>35</sup> Die ordentlichen (kapitalgebenden) Mitglieder des österreichischen Dachverbandes der Risikokapital-Industrie, AVCO, repräsentieren rund 80% des in Österreich zur Verfügung stehenden Risikokapitals.

Alpine Equity Management AG <i>www.alpineequity.at</i>	In der Regel Minderheits- oder Mehrheitsbeteiligungen. Bei Bedarf weitere Finanzierungslösungen wie Mezzaninkapital	Expansion, Technologieentwicklung, Restrukturierung, Growth, MBO, Special Opportunities
aws-mittelstandsfonds Management GmbH <i>www.mittelstandsfonds.at</i>	Primär: Stille Unternehmensbeteiligungen Aber auch: Eigenkapital (nur Minderheitsanteile)	Expansion
BA Private Equity GmbH (EK Mittelstandsfinanzierungs AG) <i>www.ekfin.at</i>	Eine Substanzbeteiligung an einer GmbH, Kommanditgesellschaft oder Aktiengesellschaft durch Erwerb von Gesellschaftsanteilen und/oder durch eine Kapitalerhöhung.	Expansion
EQUITY ONE Management GmbH (Wiener Wachstumsfonds) <i>www.wachstumsfonds.at</i>	Eigenkapital gegen Gewährung von Gesellschaftsanteilen, stille Beteiligungen, Genussrechte und Mezzaninkapital	Start-ups, Frühphasen, Nachfolgeregelungen, Unternehmensübernahmen, MBO, LBOs, Spin-offs, Expansion
Finatem Fonds Management Verwaltungs GmbH <i>www.finatem.de</i>	Mehrheitsbeteiligungen	Nachfolgeregelung, MBO/MBI, Owner-BO, Spin-offs, Wachstum durch Zukäufe
gcp gamma capital partners Beratungs- & Beteiligungs AG <i>www.gamma-capital.com</i>	Fund-of-Funds, Mezzanin Kapital, Venture Capital	seed, start-up, early expansion stage, particularly attractive growth opportunities at later stages
HANNOVER Finanz Austria <i>www.hannoverfinanz.at</i>	Minderheitsbeteiligungen (10% bis 49%) Mehrheitsbeteiligungen, z.B. bei Buy-Out Finanzierungen	Expansion, Nachfolgeregelungen (MBO/MBI), Komplettverkauf oder Owner-BO; Spin-offs, Börsenvorstufe
Invest Mezzanine Capital Management GmbH (IKIB Mittelstandsfinanzierungs AG) <i>www.investmezzanin.at</i>	Mezzanin Kapital	Akquisitionsfinanzierungen, MBO
Mezzanin Management Finanz- und Unternehmensberatungsges.m.b.H. <i>www.mezzmanagement.com</i>	Mezzanin Kapital	MBI/MBI, Expansion/Growth, Recapitalisation/Ownership Restructurings

Oberbank Opportunity Investment Management GmbH <i>www.oberbank.at</i>	Private Equity, Mezzaninkapital	Expansion, Growth, MBO/MBI, Nachfolgelösungen, Spin- offs, Rückkauf Anteile ausscheidender Gesellschafter, Bridge Financing IPO
PONTIS Capital GmbH <i>www.pontiscapital.at</i>	i.d.R. Minderheitsbeteiligungen, in Ausnahmefällen auch Mehrheitsbeteiligungen	Expansion
RECAP Management GmbH <i>www.recap.cc</i>	Mehrheitsbeteiligungen	Restructuring/Turnaround
tecnet equity NÖ Technologiebeteiligungs-Invest GmbH <i>www.tecnet.co.at</i>	Venture Capital	Seed Phase, Start-up, Expansion
VMS Value Management Services GmbH <i>www.valuemanagement.at</i>	Überwiegend Mehrheitsbeteiligung	Unternehmensnachfolgen, MBO, Restrukturierung/Sanierung

### 5.1.5 Zusammenfassung der Ergebnisse

Sowohl in Österreich, als auch im gesamten europäischen Risikokapitalmarkt findet sich in der Darstellung der Kennzahlen, als Indikator für den Zustand der Risikokapitalindustrie, die internationale Finanzkrise als signifikanter Einschnitt wieder. In der nationalen Betrachtung fließen dabei ab 2008 die Auswirkungen von Defiziten im steuerlich, rechtlichen Bereich mit ein (vgl. Kap. 9, S. 141). Insbesondere zeigt sich dabei ein gravierender Engpass i) beim Nachschub an frischem Beteiligungskapital und ii) bei dem den Unternehmen zur Verfügung stehenden Beteiligungskapital, das zwar gemäß dem in der vorliegenden Studie durchgeführten Modell zur Ermittlung des Kapitalrückstaus teilweise vorliegt, aber durch die zurückhaltende Gebarung der Risikokapitalgeber (noch) nicht in vollem Umfang investiert wird.

In Europa war der Einschnitt insofern dramatischer, als dass der prozentuelle Einbruch von einem hohen Niveau weit größer war. Aber auch im kleinen österreichischen Risikokapitalmarkt war der Einbruch, wenn auch von einem weit geringeren Niveau für die heimischen Marktverhältnisse dramatisch. Die heimischen Investoren haben sich aus der „Asset Class“ Risikokapital zurückgezogen und kehren, wenn überhaupt, nur zögerlich zurück.

Das führt dazu, dass sich Österreich im europäischen Ranking der Risikokapitalinvestments im Verhältnis zum BIP nach wie vor am Ende befindet (sechstletzter Platz; Abbildung 11). Bei den Frühphaseninvestments ist die Positionierung geringfügig besser und Österreich bekleidet den neunt-letzten Platz (Abbildung 12). Betrachtet man das Ranking der in Österreich getätigten Investments, so ist Österreich jedoch besser platziert, was auf zunehmendes Engagement ausländischer Risikokapitalgeber insbesondere im Rahmen von Finanzierungssyndikaten (mit oder ohne österreichischer Beteiligung) zurückzuführen ist.



Betrachtet man alle Risikokapitalinvestments gesamt (Abbildung 13), verbessert sich die Positionierung Österreichs zwar nur um einen Platz, bei Frühphaseninvestments jedoch über dem EU-Durchschnitt auf dem zehnten Platz und damit im vorderen Mittelfeld (Abbildung 14) insbesondere vor Deutschland etc. Die dargestellten Modellberechnungen zur Ermittlung des verfügbaren Kapitals zeigen deutlich, dass durch das eingebrochene Fundraising zusehends weniger verfügbares Kapital für Risikokapital-Investments vorliegt, diese Situation verschärft sich in der Frühphase (Venture Capital) dramatisch.

## **5.2 EXEMPLARISCHE RISIKOKAPITALMÄRKTE**

Um die Situation des österreichischen Risikokapitalmarktes neben dem gesamteuropäischen Kontext auch einem bilateralen Vergleich zu unterziehen, wurden vom Studien-Konsortium zum Teil auf Anregung der Auftraggeber Vergleichsländer identifiziert, die i) für den österreichischen Markt als Quelle von Risikokapital, ii) als Zielgebiet für österreichische Risikokapitalinvestments von Bedeutung sind, bzw. iii) vergleichbare Dimensionen oder iv) Entwicklungen durchgemacht haben.

### **5.2.1 Schweiz**

#### **Investments**

Im Jahr 2011 wurden von Schweizer Private Equity- und Venture Capital-Fonds insgesamt € 680 Mio. an privatem Wachstumskapital in 147 Unternehmen im In- und Ausland investiert. Das bedeutet gegenüber dem Vorjahreswert einen Rückgang der Investmenttätigkeit von Schweizer Risikokapitalgebern um 55%. 35,4% davon wurden in den Frühphasenbereich investiert. Die Branchen „Life Sciences“ (39,3%) und „Energy & Environment“ (14,6%) führen dabei 2011 das Branchenranking der Schweizer Investments an. 42,7% der Deals waren dabei nicht syndiziert, 57,3% waren syndiziert. 31,3% der Investments waren (für das Unternehmen) Erstinvestments und 68,7% Folgeinvestments. 31,4% der Investitionen erfolgten im Inland, 59,7% im europäischen Ausland und 8,9% im Rest der Welt.

Im europäischen Ranking der von nationalen PE/VC Anbietern getätigten Investments (Industrie-Statistik, gemessen in %-Anteil des BIP) liegt die Schweiz bezüglich der gesamten PE/VC Investments damit auf Platz 14 (Österreich auf Platz 21) (Abbildung 11), bezüglich der VC Investments auf Platz 4 (Österreich auf Platz 17) (Abbildung 12). Aus Marktsicht, also bezüglich der Investments in Schweizer Unternehmen (Markt-Statistik, ebenfalls gemessen in %-Anteil des BIP) findet sich die Schweiz im Ranking auf Platz 11 (Österreich auf Platz 19) (Abbildung 13) und bezogen auf die VC Investments in Schweizer Unternehmen auf Platz 5 (Österreich auf Platz 12) (Abbildung 14).

In Schweizer Unternehmen wurde 2011 € 1.140 Mio. investiert, 16,7% davon in den Frühphasenbereich. Die Branchen „Consumer Services“ (35,2%) und „Transportation“ (19,2%) führen dabei 2011 das Branchenranking der Investments in Schweizer Unternehmen an. 64% der Deals waren dabei nicht syndiziert, 36% waren syndiziert. 85,7% der Investments waren (für das Unternehmen) Erstinvestments und 14,3% Folgeinvestments (EVCA 2012c, SECA 2012).

#### **Fundraising**

Beteiligungskapitalgeber mit Sitz in der Schweiz konnten 2011 € 737 Mio. an frischem Kapital für zukünftige Investments einwerben. Dies bedeutet einen Rückgang um 6% gegenüber dem Vorjahr. In den letzten Jahren waren dabei stets die Pensionsfonds federführend, im Berichtsjahr werden jedoch 77,3% als unclassified angegeben. Eine genaue Analyse der Fundraising-Aktivität ist für 2011 daher nicht möglich. 2010 waren die Pensionsfonds mit 49,4% des kommittierten Kapitals an erster Stelle, gefolgt von Versicherungsgesellschaften mit 16,6%. 15% der kommittierten Mittel kamen 2010 dabei aus der Schweiz, 65% aus dem restlichen Europa und knapp 20% vom Rest der Welt. Damit unterscheidet sich die Schweizer Investorenlandschaft deutlich von der österreichischen (SECA 2012).

### **Unterschiede zum österreichischen Markt**

Trotz des im Vergleich zu Österreich kleineren Schweizer Marktes, investiert die Schweizer Risikokapitalindustrie damit mehr als das fünffache Volumen der österreichischen Risikokapitalindustrie. Interessant ist dabei insbesondere, dass dieses Volumen in lediglich rund 50% mehr Unternehmen investiert wird, was auf ein wesentlich größeres Einzelinvestment-Volumen hinweist. Auch bei den Fundraising-Aktivitäten ist ein Vielfaches der Kommittment in österreichische Fonds zu beobachten. Insgesamt weisen diese Faktoren auf attraktivere Rahmenbedingungen hin, die (mobiles) internationales Kapital anziehen.

### **Rahmenbedingungen**

Bis Anfang 2007 existierten im Schweizer Recht keine adäquaten rechtlichen Rahmenbedingungen für heimische Risikokapitalfonds. Im Jänner 2007 trat der „Federal Act On Collective Investment Schemes“ (CISA) in Kraft, der zwischen „Open End“- (SICAV) und „Closed End“- (SICAF) Strukturen unterscheidet. Die rechtlichen Strukturen, die CISA zur Verfügung stellt, sind neben der SICAF die „Limited Partnership For Collective Investment“ (LPCI), welche aus EU-Perspektive als „Offshore“-Fonds gewertet wird und deshalb entsprechend AIFMD Einschränkungen bei der Vermarktung in der EU unterliegt (Martin, et al., 2010).

## **5.2.2 Deutschland**

### **Investitionen**

Im Jahr 2011 wurden von deutschen Private Equity- und Venture Capital-Fonds insgesamt € 4.397 Mio. an privatem Wachstumskapital im In- und Ausland investiert. Das bedeutet gegenüber dem Vorjahreswert einen Rückgang der Aktivitäten um 8,5%. 17,3% davon wurden in den Frühphasenbereich investiert, 11,7% in den „Growth“-Sektor und 68,7% in den „Buy-Out“-Sektor. Der Sanierungsbereich spielt mit 1,6% nur eine untergeordnete Rolle.

In deutsche Unternehmen wurde 2011 € 6.132 Mio. investiert, 11,5% davon in den Frühphasenbereich, 9% in den „Growth“-Sektor und 77,3% in den „Buy-Out“-Sektor. Der Sanierungsbereich spielt auch hier mit 1% nur eine untergeordnete Rolle (EVCA 2012c, BVK 2012a).

Im europäischen Ranking der von nationalen PE/VC Anbietern getätigten Investments (Industrie-Statistik, gemessen in %-Anteil des BIP) liegt Deutschland bezüglich der gesamten PE/VC Investments damit auf Platz 11 (Österreich auf Platz 21) (Abbildung 11), bezüglich der

VC Investments auf Platz 12 (Österreich auf Platz 17) (Abbildung 12). Aus Marktsicht, also bezüglich der Investments in deutsche Unternehmen (Markt-Statistik, ebenfalls gemessen in %-Anteil des BIP) findet sich Deutschland im Ranking auf Platz 12 (Österreich auf Platz 19) (Abbildung 13) und bezogen auf die VC Investments in deutsche Unternehmen auf Platz 14 und damit hinter Österreich, dass auf Platz 12 zu finden ist (Abbildung 14).

## **Fundraising**

Mit € 3.115 Mio. kommittiertem Kapital hat sich der deutsche Fundraisingsektor nach den dramatischen Rückgängen seit dem Jahr 2007, wo ein Rückgang um bis zu 81% (2009) zu beobachten war, wieder erholt und liegt nun bei 67% des 2007-er Wertes. Deutschland weist damit inzwischen das drittgrößte Fundraising-Volumen in Europa auf (BVK 2012b). Die öffentliche Hand (20,7%) zählt dabei gefolgt von „Fund of Funds“ und Banken (jeweils 19,3%) zu den größten deutschen Investoren-Gruppen. 54,4% der kommittierten Mittel kamen 2011 dabei aus Deutschland, 26,6% aus dem restlichen Europa und knapp 14,5% vom Rest der Welt (EVCA, 2012c).

## **Unterschiede zum österreichischen Markt**

Der deutsche Markt ist um ein Vielfaches größer als der heimische Risikokapitalmarkt, was sich auch in den Kennzahlen widerspiegelt. Die getätigten Investments weisen auch auf ein größeres (internationaleres) Einzugsgebiet der deutschen Risikokapitalindustrie hin. Die Fundraisingaktivitäten erfuhren im Rahmen der Finanzkrise einen ebenso dramatischen Einbruch in Österreich, dies hat sich jedoch weitgehend wieder erholt.

## **Rahmenbedingungen**

In Deutschland existiert trotz langer und noch immer geführter politischer Diskussionen kein eigenständiges Private Equity-Gesetz. 2008 wurde zwar ein solches erlassen (Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungsgesellschaften, MoRaKG), dieses wurde aber Ende September 2009 von der EK beeinsprucht und wieder aufgehoben.

Es existieren aber z. B. mit dem deutschen Wertpapiergesetz (WpPG), dem Verkaufsprospektgesetz (ErkProspG) oder dem Kreditwesengesetz (KWG) einige gesetzliche Bestimmungen, die Einfluss auf das Marketing oder operative Geschäft von Risikokapitalfonds haben (Martin, et al., 2010).

### **5.2.3 Belgien**

#### **Investments**

Im Jahr 2011 wurden von belgischen Private Equity- und Venture Capital-Fonds insgesamt € 583 Mio. an privatem Wachstumskapital im In- und Ausland investiert. Das bedeutet gegenüber dem Vorjahreswert einen Anstieg der Aktivitäten um 20%. 19% davon wurden in den Frühphasenbereich investiert, 44,5% in den „Growth“-Sektor und 36% in den „Buy-Out“-Sektor. Der Sanierungsbereich spielt mit 0,5% nur eine untergeordnete Rolle. Wie in Österreich beeinflussen auch hier einzelne Mega-Deals das Gesamtbild, wie aktuell der vor

der kartellrechtlichen Genehmigung stehende TMAINCO<sup>36</sup>-Deal, dessen Closing für 2012 erwartet wird.

In belgische Unternehmen wurden 2011 € 961 Mio. investiert, 9,2% davon in den Frühphasenbereich, 13,5% in den „Growth“-Sektor und 76,5% in den „Buy-Out“-Sektor. Der Sanierungsbereich spielt auch hier mit 0,3% nur eine untergeordnete Rolle.

Obwohl die Frühphasenaktivitäten nur einen relativ kleinen Anteil am Gesamtaktvolumen darstellen, repräsentiert dieser Sektor einen Großteil der investierten Unternehmen (59% Industrie-Statistik; 50% Markt-Statistik). Ein Großteil dieser Frühphaseninvestments geht in den Biotechnologiebereich.

Im Europäischen Ranking der von nationalen PE/VC Anbietern getätigten Investments (Industrie-Statistik, gemessen in %-Anteil des BIP) liegt Belgien bezüglich der gesamten PE/VC Investments damit auf Platz 13 (Österreich auf Platz 21) (Abbildung 11), bezüglich der VC Investments auf Platz 11 (Österreich auf Platz 17) (Abbildung 12). Aus Marktsicht, also bezüglich der Investments in belgische Unternehmen ((Markt-Statistik, ebenfalls gemessen in %-Anteil des BIP) findet sich Belgien im Ranking auf Platz 10 (Österreich auf Platz 19) (Abbildung 13) ) und bezogen auf die VC Investments belgische Unternehmen auf Platz 15 und damit hinter Österreich, dass auf Platz 12 zu finden ist (Abbildung 14).

### **Unterschiede zum österreichischen Markt**

Der belgische Risikokapitalmarkt ist um ein Vielfaches größer als der heimische Risikokapitalmarkt; das ist im Gegensatz zu den beiden anderen internationalen Beispielen, Schweiz und Deutschland, ein kleinerer. Im Vergleich zu Österreich ist er jedoch immer noch um ein Vielfaches größer (Investments: 4,4-fach; Fundraising: 3,9-fach), und zwar wesentlich größer, als es die BIP-, Flächen-, oder Einwohnerzahl-Unterschiede erwarten lassen.

### **Fundraising**

Mit € 228,5 Mio. Kapital, das in Belgien 2011 kommittiert wurde, liegt ein dramatischer Rückgang der Fundraising-Aktivitäten im Vergleich zum Vorjahr (-68,8%) vor. Mit 32,5% kommt der größte Anteil des kommittierten Kapitals von öffentlicher Hand („Government Agencies“), gefolgt von 27% kommittiertem Kapital von Privatanlegern („Private Individuals“) und 11% „Fund of Funds“. 59,3% der kommittierten Mittel kamen 2011 dabei aus Belgien, 27,5% aus dem restlichen Europa und knapp 13,1% vom Rest der Welt.

### **Rahmenbedingungen**

Die belgische Risikokapitalindustrie leidet unter kritischer öffentlicher Berichterstattung und der oftmaligen Verwechslung mit Hedgefonds. Vom Gesetzgeber wurde 2003 ein neues Risikokapital-Gesetz (PRICAF) verabschiedet, das speziell auf Frühphasenaktivitäten ausgerichtet ist. Im Lichte der internationalen Finanzkrise ist dieses Gesetz aber starker

---

<sup>36</sup> Taminco ist ein Alkylamin-Produzent und das avisierte Dealvolumen übersteigt das durchschnittliche Jahresvolumen der gesamten belgischen Risikokapitalindustrie.

Diskussion unterworfen und steht unter Druck. Diese mögliche Rechtsunsicherheit erschwert zurzeit die Fundraising-Aktivitäten.

Die Umsetzung der AIFMD ist im Moment noch unklar. Obwohl der lokale Regulator, die FSMA, an der Transposition der AIFMD arbeitet, ist noch offen, wie die Implementierung ausgestaltet sein wird. Wie in Österreich liegen die Marktteilnehmer zu Gänze im Unterschwellenbereich der AIFMD. Es wird daher, ebenso wie in Österreich, besonderes Augenmerk auf die Ausgestaltung der R-EUVECA sowie des Unterschwellenbereichs gelegt.

### **5.3 ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

Aufgrund der Finanz- und Wirtschaftskrise waren die Aktivitäten am europäischen wie auch auf dem österreichischen Risikokapitalmarkt (Private Equity und Venture Capital) über die vergangenen Jahre stark rückläufig. Von 2007 bis 2009 ist das in europäische Unternehmen investierte Risikokapital (in % vom BIP) um fast 70% und das in österreichische Unternehmen investierte sogar um fast 80% zurückgegangen. Wohingegen der europäische Markt sich über die Folgejahre bereits wieder zu erholen beginnt, zeigt der österreichische, keine einheitliche Tendenz und schwankt.

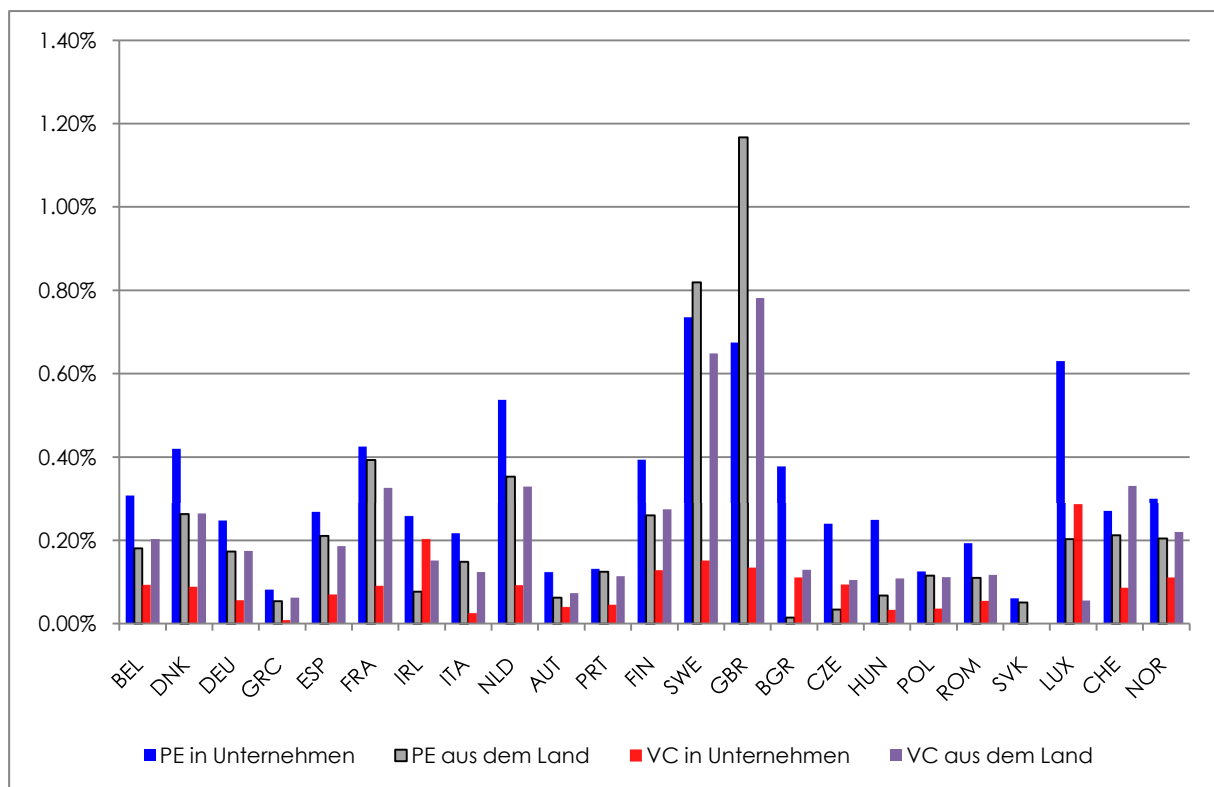
Auf europäischer Ebene entwickeln sich das VC-Segment und damit die Investitionen in innovative, wachstumsorientierte und junge Unternehmen (in % vom BIP) ganz ähnlich wie der Markt insgesamt. Von 2007 bis 2009 zeigt sich ein Einbruch der Investitionen von mehr als 65%. In Österreich schrumpfen die Investitionen zwar „nur“ um etwa 30%, der Rückgang erfolgt allerdings von einem sehr niedrigen Niveau, das 2007 weniger als 20% der europäischen Vergleichsgröße beträgt. Darüber hinaus zeigt sich bei den heimischen Risikokapitalinvestitionen ein kontinuierlicher Rückgang, der die Schere zwischen der europäischen und der österreichischen Marktentwicklung seit 2009 wieder vergrößert und keine Erholungstendenzen erkennen lässt.

## **6 Standortfaktoren im internationalen Vergleich**

Trotz des vergleichbar geringen Volumens kommt den Investitionen von Risikokapital durch ihre besondere Funktionsweise beträchtliche volkswirtschaftliche Bedeutung zu. Beispielsweise wurden laut Daten der AVCO im Jahr 2011 in Österreich rund 304 Millionen Euro an Risikokapital in österreichische Unternehmungen investiert. Dies entspricht lediglich 0,11% des Bruttoinlandprodukts. Auch der Anteil von Risikokapital an den gesamtwirtschaftlichen Bruttoinvestitionen zu Marktpreisen liegt bei nur 0,49%. Dieser kleine Beitrag ist dennoch von großer volkswirtschaftlicher Bedeutung. Die Kapitalgeber dieses Segments nehmen die ansonsten unbesetzte Stellung eines Finanzintermediärs ein, der Kapital an KMUs mit großem Wachstums- bzw. Ertragsteigerungspotential, aber relativ geringen besicherbaren Vermögenswerten zur Verfügung stellt (vgl. Romain und Pottelsberghe, 2004). Sie schließen somit eine Finanzierungslücke, die aus der ungleichen Verteilung von Information zwischen Investoren und kapitalsuchenden Unternehmen entsteht, etwa über die Qualität des Geschäftsmodells oder das Verhalten wie etwa die Risikoneigung des Managements (Marchart und Url, 2008). Zudem maximieren sie ihre Rendite, wie alle Kapitalmarktteilnehmer, jedoch unter bewusst gesuchter erhöhter Unsicherheit über das im Verhältnis größere Ertragspotential. Dadurch nehmen sie eine Selektionsfunktion wahr. Zusätzlich agieren Risikokapitalgeber als aktive Investoren die wichtige Leistungen wie z. B. auch Managementenerfahrung, Netzwerke oder ein professionelles Geschäftsmodell in das Unternehmen einbringen (Peneder und Schwarz, 2008; Bottazzi et al., 2008).

Die Ausgangslage in Österreich ist durch sehr niedrige Risikokapitalquoten sowohl bei den Investitionen in österreichische Unternehmen als auch bei den Investitionen von Fonds mit Sitz in Österreich gekennzeichnet (siehe Abbildung 49). Die relative Lage Österreichs bei „Venture Capital“ (VC) – also den Finanzierungen in den Früh- bis Wachstumsphasen - ähnelt jener des gesamten „Private Equity“ (PE) Sektors – die hier verwendeten Definitionen sind im Einklang mit jenen des Kapitels zu der Begriffsdefinition und Abgrenzung des Untersuchungsgegenstandes.

**Abbildung 49 PE- und VC-Quoten im internationalen Vergleich (in % des BIP).**



Quelle: EVCA, AMECO, WIFO-Berechnungen.

Anmerkungen: Es kam 2007 zu einer Änderung in der Erfassungsmethodik, weshalb unterschiedliche Zeiträume betrachtet werden. Private Equity (PE): 2002/2010. Venture Capital (VC): 2007/2010 PE/VC-Investitionen von Fonds mit Sitz im jeweiligen Land (Industriestatistik). PE/VC-Investitionen in Unternehmen des jeweiligen Landes (Marktstatistik).

In diesem Abschnitt werden die Standortfaktoren erörtert, welche die Höhe von Risikokapital maßgebend beeinflussen. Die gezeigten Themengebiete leiten sich aus den Eigenschaften und Determinanten von Risikokapital ab (z.B. Peneder und Schwarz, 2008; Peneder, 2009; Keuschnigg, 2004; Groh et al, 2010; Saillard und Url, 2011) und folgen Indikatoren zur Standortattraktivität für Risikokapitalinvestoren (z.B. Groh et al., 2011). Die gezeigten Zusammenhänge geben keinen Rückschluss auf die Direktionalität, die in beide Richtungen verlaufen kann: erfolgreiche Systeme haben mehr Risikokapital. Gleichzeitig verstärkt die Verfügbarkeit von Risikokapital Wachstums- und Innovationsmechanismen und somit den Standort. Auch können dritte Einflüsse wie beispielsweise die Regulierung der Branche oder der Ruf des Standorts die Risikokapitalquote sowie strukturelle Eigenschaften wie die Unternehmensdynamik treiben.

Die folgenden Zusammenhänge sind exemplarisch und erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Sie zeigen, dass unter der Berücksichtigung systemischer Unterschiede der Finanzmärkte und der Technologieintensität Österreichs der Risikokapitalmarkt im internationalen Vergleich schwach ausgeprägt ist. Diese Arbeit greift auf verfügbares Datenmaterial zurück, das oft nicht im Zeitablauf oder für alle Länder verfügbar ist. Aus technischen Gründen kommt es in der Darstellung an manchen Stellen zu einer nicht einheitlichen Form (z.B. durch nicht überlappende Zeiträume), die jedoch das entstehende

Gesamtbild nicht beeinflusst. Eine detaillierte Beschreibung der verwendeten Daten ist im Anhang zu finden. Die hier gezeigten Zusammenhänge basieren auf Investitionen von Fonds in Unternehmen der jeweiligen Länder. Es wird der ‚Venture Capital‘-Sektor im weiteren Sinn gezeigt, definiert als Risikokapital im engeren Sinne (early stage, later stage, balanced) und Wachstumskapital.

Im Folgenden wird zuerst der Einfluss von Rahmenbedingungen wie etwa der Ausgestaltung der Finanzmärkte gezeigt. Dann wird das Innovationssystem und damit einhergehend die Branchenstruktur diskutiert und Evidenz zur Unternehmensdynamik im internationalen Vergleich gezeigt. Eine Kurzzusammenfassung mit wirtschaftspolitischen Ansatzpunkten schließt diesen Abschnitt.

## **6.1 DIE RAHMENBEDINGUNGEN: PRODUKTIVITÄT, FINANZSYSTEM UND REGULIERUNG**

Risikokapital ist ein wichtiger Bestandteil eines hochentwickelten Finanzsystems. Je produktiver Volkswirtschaften sind, desto differenzierter ist nicht nur deren Finanzsystem ausgestaltet, sondern desto mehr Opportunitäten zu technologiebasiertem Unternehmenswachstum sind vorhanden, die von risikokapitalfinanzierten Unternehmen wahrgenommen werden können (Wilken, 1979). Dies impliziert, dass der Anteil an Risikokapital an der Wirtschaftsleistung tendenziell mit der Produktivität eines Landes ansteigt (z.B. Groh et al., 2010; Romain und Pottelsberghe, 2004); ein Zusammenhang, der oft nur schwach und statistisch nicht signifikant ist (z.B. Jeng und Wells, 1998). Ähnlich stellt sich der Zusammenhang zwischen Private Equity und Kapitalmärkten dar. Risikokapital ist ein Bestandteil des Finanzierungssystems, das auf Kapitalmärkte zurückgreift. Etwa bieten starke Kapitalmärkte Exit-Möglichkeiten (z.B. IPOs) für Risikokapitalprojekte, die in bankbasierten Ökonomien weniger stark ausgeprägt sind (Leachman und Kumar, 2002; Jeng und Wells, 1998). Mit der am Markt verfügbaren Liquidität ist die regulatorische Ausgestaltung des Finanzplatzes zentral für die Investitionsbereitschaft von Risikokapitalgebern (Groh, et al., 2010). Die Indikatoren der Länderstichprobe<sup>37</sup> für die Produktivität (BIP pro Kopf), der Größe des Kapitalmarkts (Wert aller börsennotierten Unternehmen am BIP)<sup>38</sup> und dem Anteil von Risikokapital am BIP bestätigen diese Zusammenhänge (siehe Abbildung 50)<sup>39</sup>.

---

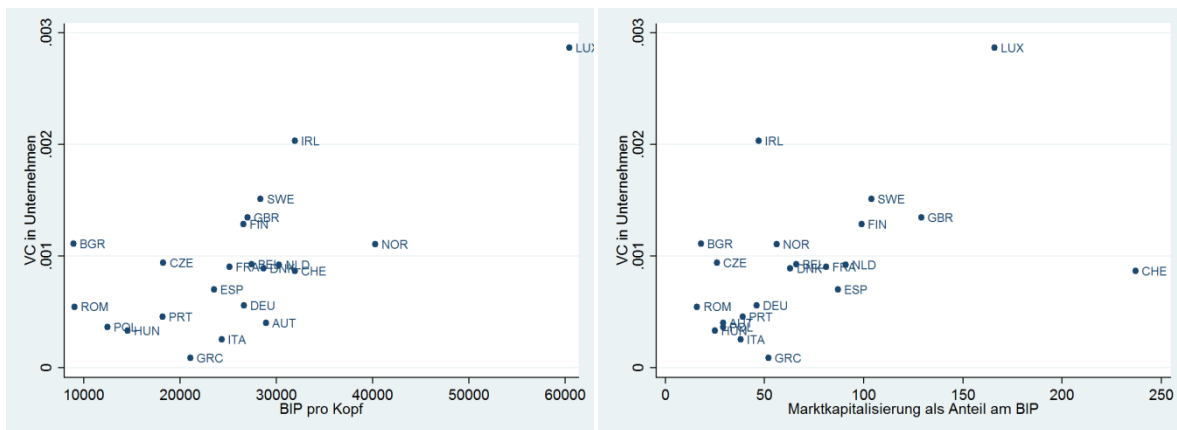
<sup>37</sup> Die Stichprobe besteht aus Belgien, Bulgarien, Deutschland, Dänemark, Finnland, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Polen, Portugal, Rumänien, Schweden, Schweiz, Slowakei, Spanien, Tschechien, Ungarn und Österreich.

<sup>38</sup> Die offizielle Definition lautet: Market capitalization (also known as market value) is the share price times the number of shares outstanding. Listed domestic companies are the domestically incorporated companies listed on the country's stock exchanges at the end of the year. Listed companies does not include investment companies, mutual funds, or other collective investment vehicles.

<sup>39</sup> BIP pro Kopf ist korreliert mit der Marktkapitalisierung (der Koeffizient ist 0,63). Die Korrelationskoeffizienten zwischen BIP pro Kopf und Risikokapital als Anteil am BIP ist lediglich 0,23. Die Risikokapitalquote korreliert recht hoch mit der Marktkapitalisierung(0,46).



**Abbildung 50 Produktivität, Marktkapitalisierung börsennotierter Firmen und Risikokapital**



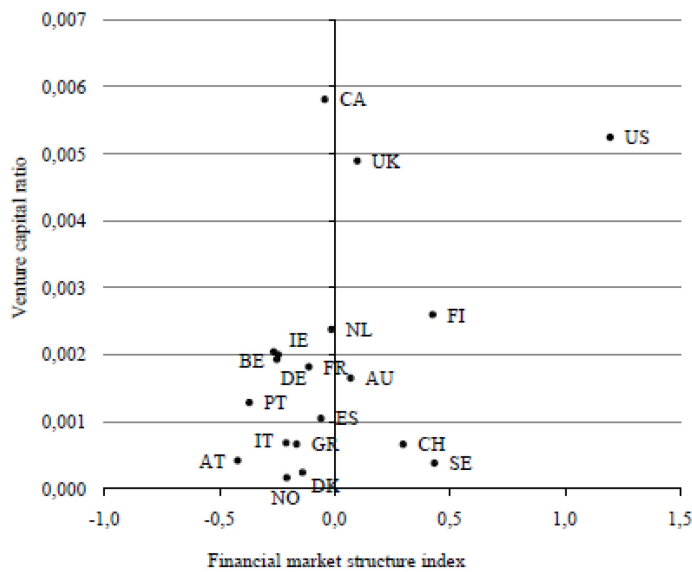
Quelle: AMECO, World Bank Indicators, EVCA, WIFO-Berechnungen; Durchschnittswerte von 2002-2010

### Bank und Marktbasierete Finanzsysteme

Vor diesem Hintergrund spielt als treibender Einfluss auf die Höhe von Risikokapital der grundlegende Unterschied zwischen bank- und marktbasierter Finanzierungssysteme eine zentrale Rolle. In Ländern mit einem ‚marktbasierter‘ Finanzsystem spielen Wertpapiermärkte – neben Banken - eine deutlich größere Rolle in der Unternehmensfinanzierung als in stärker bankbasierten Systemen. Demirguc-Kunt und Levine (1999) schlagen einen Index zur Quantifizierung des Grads der marktbasierter Transaktionen vor. Die Größe, das Aktivitätsniveau und die Effizienz von Wertpapiermärkten werden dabei jenen privater Banken gegenübergestellt. Beispielsweise berücksichtigt der Index eine Reihe von Indikatoren zur Finanzintermediation und der Entwicklung des Eigenkapitalmarkts, wie beispielsweise Bankeinlagen, private Bankkredite, Gemeinkosten der Banken, die Kapitalisierung der Wertpapiermärkte oder den Wert des gehandelten Wertpapiermarkts. Je höher der Wert den der Index annimmt, desto größer ist der Anteil an marktbasierter Finanztransaktionen für heimische Unternehmen.

Sie spalten Länder in zwei Gruppen - bank- und marktbasierter Finanzierungssysteme (sowie in unterentwickelte Finanzsysteme in Entwicklungsländern). Bankbasierte Volkswirtschaften sind etwa Österreich, Belgien oder Deutschland. Unter den marktbasierter Finanzierungssystemen finden sich erwartungsgemäß die USA und Großbritannien, aber auch Schweden oder die Schweiz. Saillard und Url (2011) nehmen diesen Index als Ausgangspunkt und zeigen, dass Risikokapital in marktbasierter Finanzierungssystemen deutlich intensiver genutzt wird. In bankbasierten Finanzsystemen kommt Venture Capital und Private Equity oft lediglich eine Nebenrolle zu (siehe Abbildung 51).

**Abbildung 51 Risikokapital in bank- und marktbasierten Finanzsystemen**



Quelle: Saillard und Url, 2010.

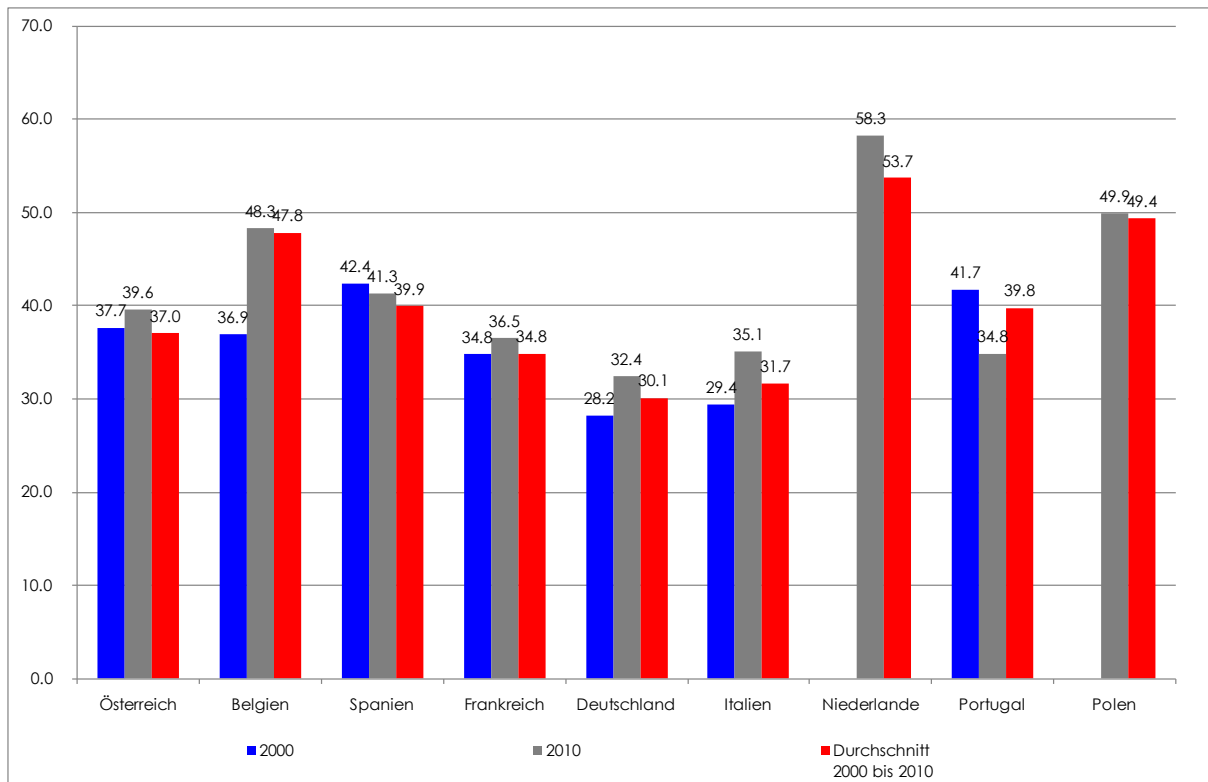
Anmerkung: Die Y-Achse zeigt das „Venture capital ratio“, das definiert wird durch Risikokapitalinvestitionen in der Seed und Gründungsphase als Verhältnis zur Kapitalformation (sowohl tangibel als auch intangibel). Die Punkte zeigen Durchschnittswerte zwischen 1990 und 2008.

Unterschiede in Finanzsystemen zeigen sich nicht nur in Statistiken zu Risikokapital, das Teil von Eigenkapital ist, sondern auch in der gesamtwirtschaftlichen Eigenkapitalquote. Diese lag in Österreich mit 39,6% im Jahr 2010 leicht unter dem Durchschnitt verfügbarer, europäischer Vergleichsländer von 41,8%. Am höchsten war der Eigenkapitalanteil in den Niederlanden (58,3%) und in Belgien (48,3%), am niedrigsten in Deutschland (32,4%), Portugal (34,8%) und Italien (35,1%; siehe Abbildung 52).<sup>40</sup>

Die Eigenkapitalquote ist ein über die Zeit relativ konstanter Strukturindikator, der von der unternehmens- und branchenspezifischen Kapitalintensität und dem Risiko bestimmt wird. Im internationalen Vergleich ist die Nichtneutralität der Finanzierungsformen zu beachten: Wenn Zinszahlungen für Bankkredite steuerlich absetzbar sind, ist die Fremdfinanzierung für Unternehmen billiger als die Eigenfinanzierung. Daraus ergeben sich trotz oft gleicher branchenspezifischer Rahmenbedingungen Unterschiede in der Kapitalstruktur (Friesenbichler und Hölzl, 2012).

<sup>40</sup> Die hier gezeigten Daten stammen aus der BACH-Datenbank, die im Anhang näher beschrieben wird.

**Abbildung 52 Eigenkapitalquoten im internationalen Vergleich**



Quelle: BACH-Datenbank (Bank for Accounts of Companies Harmonized), WIFO-Berechnungen.

Anmerkungen: Durchschnitt für Belgien von 2008-2010. Die Stichprobe in den Jahren zuvor wurde anders gezogen (variable sample) und ist nur eingeschränkt vergleichbar. Der Durchschnitt für die Niederlande bezieht sich auf 2001-2010; der Durchschnitt für Polen auf 2006-2010.

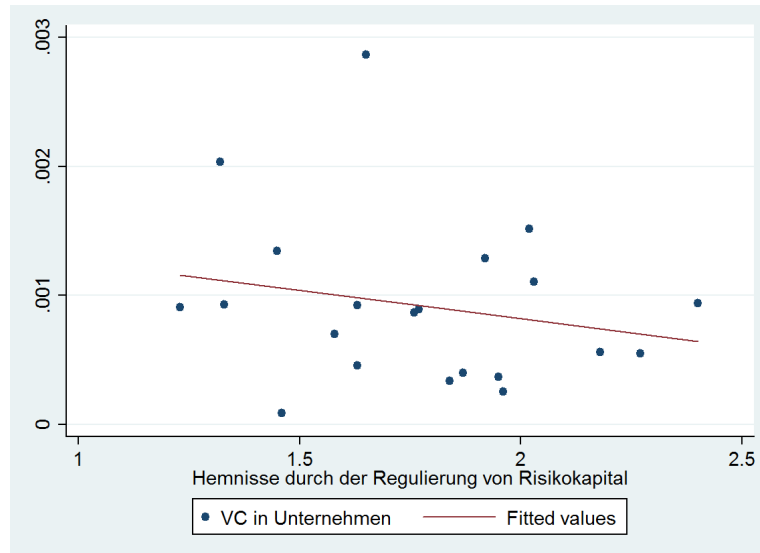
## Regulierungsindikatoren

Regulierungsindikatoren wie etwa Corporate Governance Regeln oder der Investorenschutz sind wichtige Bestimmungsfaktoren für die Investitionsbereitschaft von Risikokapitalgebern (Groh, et al., 2010). Einen Ansatz zur Messung der Regulierungshemmnisse, mit denen die Risikokapitalbranche konfrontiert ist, bietet die European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA, 2008). Der Indikator errechnet sich aus drei Subindizes: 1) Das rechtliche und steuerliche Umfeld für Kapitalgesellschaften und Fondsbetreiber (die bewerteten Komponenten sind Pensionsfonds, Versicherungen, Fondsstrukturen, Steueranreize für die Risikokapitalbranche), 2) das steuerliche und rechtliche Umfeld für Portfoliounternehmen (Anreize für Unternehmen und steuerliche F&E-Förderungen), sowie 3) das steuerliche und rechtliche Umfeld um Humankapital im Betrieb zu halten (sowohl im Portfoliounternehmen als auch bei dem Fondsbetreiber).

Das Ranking gibt eine grobe Einschätzung wieder und deutet auf Problemfelder hin. Die Ergebnisse sind jedoch mit Vorsicht zu interpretieren, da dieses Ranking auf einer Verdichtung von komplexen Zusammenhängen auf einige vorausgewählte Indikatoren basiert, die sich mit anderen hier gezeigten Aspekten (z.B. im Innovationssystem) überschneiden. Die ausgewiesenen Werte sind subjektive Einschätzungen der Regulierungshemmnisse auf einer Skala von eins bis drei. Ein hoher Wert reflektiert ein

regulatorisches Umfeld, das Risikokapitalinvestitionen erschwert. Die Abbildung 53 zeigt einen leicht negativen Zusammenhang zwischen dem Regulierungsindikator und dem VC-Niveau als Anteil am BIP.

**Abbildung 53 Index der Regulierungshemmnisse in der Risikokapitalbranche und Risikokapital als Anteil am BIP**



Quelle: EVCA, WIFO-Berechnungen.

Anmerkung: Der ausgewiesene Wert gibt Hemmnisse wieder; 3 ist der Maximalwert.

## 6.2 DAS INNOVATIONSSYSTEM UND DIE BRANCHENSTRUKTUREN

Risikokapital, insbesondere Venture Capital, ist ein wichtiger Bestandteil des Innovationssystems (z.B. Peneder, 2009) und selektiert gezielt innovative Projekte (Peneder und Schwarz, 2008). Es finden sich positive Korrelationen mit zahlreichen anderen Komponenten, wie z.B. mit der Anzahl an Universitätsabsolventen, dem Anteil an technologieintensiven Branchen, öffentlichen und privaten Forschungs- und Entwicklungsausgaben. Auch Romain und Pottelsberghe (2004) weisen auf Komplementaritäten hin, indem sie zeigen, dass die makroökonomischen Effekte von Risikokapital deutlich höher sind als jene von Forschung und Entwicklung. Mit steigender Verfügbarkeit von Risikokapital können insbesondere Forschungsergebnisse und neu generiertes Wissen besser absorbiert werden, was externe Effekte durch Wissens-, Spillovers' zur Folge hat. Somit benötigt ein optimales Ergebnis des gesamten Systems sowohl die Vorleistung der F&E-Aufwendung als auch das Risikokapital, mit dessen Hilfe die Ergebnisse am Markt schneller und besser Verbreitung finden. Diese stark positive Wirkung von Risikokapital auf den Vermarktungserfolg von Innovationen wird ebenso von Kortum und Lerner (2000) gezeigt. In einer US-amerikanischen Studie zeigen sie deutlich mehr Patentanmeldungen von Risikokapitalprojekten für einen Zeitraum von drei Jahrzehnten. Während Risikokapital kaum drei Prozent der gesamten Ausgaben für Forschung und Entwicklung ausmachte, schätzten sie, dass diese für 8% der industriellen Innovationen verantwortlich waren.

Ein Innovationssystem ist hochkomplex und besteht aus zahlreichen Subsystemen, deren Gegenüberstellung mit der Risikokapitalquote Zusammenhänge zu stark vereinfachen würde. Daher wird nun auf aggregierte Indikatoren des etablierten und über Jahre weiterentwickelten ‚European Innovation Scoreboard‘ (EIS) zurückgegriffen.<sup>41</sup> Dessen Ziel ist die Quantifizierung und somit die Vergleichbarkeit des gesamten Innovationssystems über Länder hinweg. Die Dimensionen sind vielschichtig und decken die Wertschöpfungskette von Innovationen ab.

Die aus mehreren Subindizes bestehenden Kerndimensionen sind i) ermöglichende Faktoren (v.a. Inputs aus dem staatlichen Bildungs- und Forschungssystem), ii) Firmenaktivitäten und iii) Innovationsoutputs; alle Dimensionen zeigen einen positiven Zusammenhang mit dem Anteil an Risikokapital. Die verwendeten Indikatoren für Innovation sind Durchschnittswerte für die beiden Jahre 2007 und 2010, die aufgrund des strukturellen Charakters sich langfristig wenig ändern und in ihrer Berechnungsmethode oft auch auf ältere Daten zurückgreifen. Der folgende Vergleich der Innovationsindikatoren mit den Risikokapitalquoten zeigt, wie wichtig die Einbettung von Risikokapital für den Erfolg von Innovationssystemen ist.

### **Ermöglichende Faktoren**

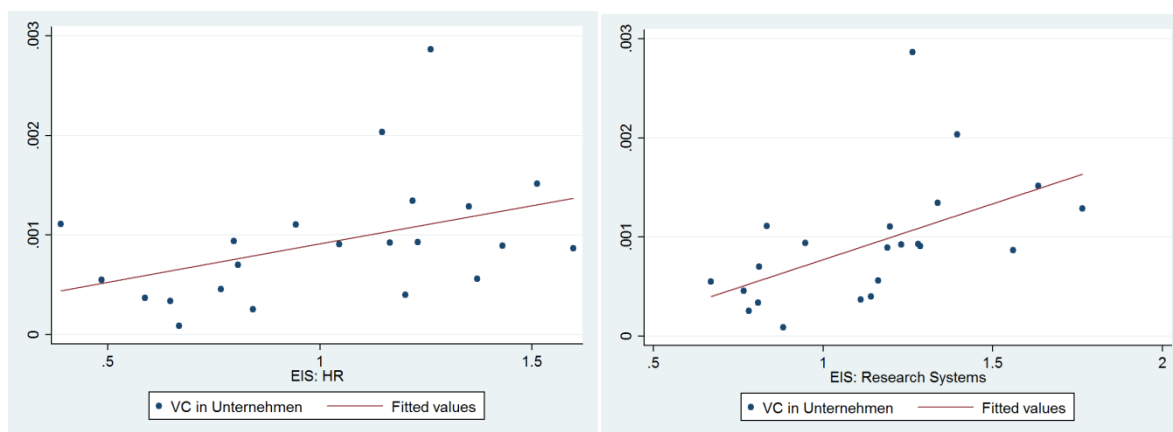
Die ‚ermöglichenden Faktoren‘ des Innovationssystems werden durch Kennzahlen zu den verfügbaren Humanressourcen, den Forschungssystemen und zu Finanzierung und Förderung gemessen (siehe Abbildung 54). Risikokapital wird im letzten Punkt, gemeinsam mit öffentlichen Förderungen, berücksichtigt.<sup>42</sup> Die Gegenüberstellung erfolgt hier nur in den ersten beiden Punkten – da Risikokapital als Teil der Innovationsfinanzierung bereits berücksichtigt wird, wäre die Feststellung eines positiven Zusammenhangs eine Tautologie. Neben Venture Capital scheinen im Finanzierungsteil des EIS die öffentlichen F&E-Ausgaben auf. Hier nahm Österreich 2010 mit 14% über dem Durchschnitt der EU27 die sechsthöchste Stellung ein – hinter Deutschland (+21%), Dänemark (+26%) und Holland (+28%); Schweden (+40%) und Finnland (+48%) führen auch hier die Reihung. Das vergleichsweise gering ausgeprägte Niveau der Risikokapitalbranche belastet das Abschneiden Österreichs bei diesem Indikator.

---

<sup>41</sup> Siehe <http://www.proinno-europe.eu/inno-metrics/page/innovation-union-scoreboard-2010>. Die verwendete Datengrundlage ist das ‚Innovation Union Scoreboard‘ (IUS).

<sup>42</sup> Humanressourcen setzen sich zusammen aus New doctorate graduates, Population completed tertiary education, Youth with upper secondary level education. Forschungssysteme bestehen aus International scientific co-publications, Scientific publications among top 10% most cited und Non-EU doctorate students.

**Abbildung 54 Risikokapital als Anteil am BIP, Humanressourcen und Stärke des Forschungssystems**



Quelle: EIS, EVCA, AMECO, WIFO-Berechnungen.

Anmerkung: Darstellung in Durchschnittswerten: VC als Anteil am BIP für 2002-2010 und EIS Daten für 2007 und 2010.

## Die Innovationsaktivitäten und Innovationsoutputs

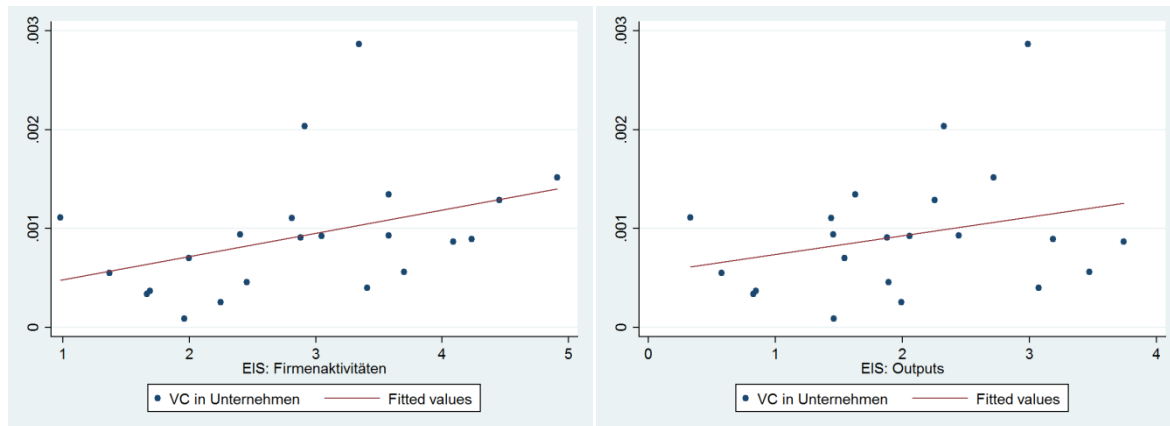
Die weiteren Dimensionen zeigen ähnlich komplementäre Wirkungen zwischen Risikokapital und Innovationssystemen. Die Innovationsoutputs zeigen die Anzahl der Firmen die Innovationen einführen, sowie die ökonomischen Auswirkungen auf die Branchenstruktur bzw. die Technologieintensität des jeweiligen Landes.<sup>43</sup> Der Gruppe der Indikatoren zu 'Firmenaktivitäten' misst das Innovationsgebaren der Unternehmensbasis und gibt somit implizit die Industriestruktur wieder. Die Unterpunkte bestehen aus Unternehmensinvestitionen, wie vernetzt die Unternehmen sind und wie innovativ KMUs sind, sowie den Anmeldungen intellektueller Eigentumsrechte.<sup>44</sup> Dies entspricht auch jenen Branchen und Unternehmen, die als Investitionsprojekte für Risikokapital infrage kommen. Die Gegenüberstellung zeigt, dass insbesondere unternehmerische Innovationsaktivitäten positiv mit der relativen Menge an Risikokapital korrelieren; interessanterweise ist der

<sup>43</sup> Die beiden Unterpunkte zu den Innovationsoutputs sind: SMEs introducing product or process innovations, SMEs introducing marketing/organisational innovations. Die ökonomischen Effekte sind: Employment in knowledge-intensive activities, Medium and high-tech product exports, Knowledge-intensive services exports, Sales of new to market and new to firm innovations, Licence and patent revenues from abroad.

<sup>44</sup> Die Unterpunkte zu Firmenaktivitäten setzen sich aus folgenden Komponenten zusammen: *Firmeninvestitionen* bestehen aus ‚Business R&D expenditure‘ und Non-R&D innovation expenditure. Vernetzungen und Unternehmertum bestehen aus SMEs innovating in-house, Innovative SMEs collaborating with others und Public-private co-publications. Intellektuelles Eigentum besteht aus PCT patent applications, PCT patent applications in societal challenges, Community trademarks und Community designs.

Zusammenhang zwischen Risikokapital und dem Indikator für Innovationsoutputs eher schwach (siehe Abbildung 55).<sup>45</sup>

**Abbildung 55 Risikokapital als Anteil am BIP, Innovationsaktivitäten von Unternehmen und Innovationsoutputs**



Quelle: EIS, EVCA, AMECO, WIFO-Berechnungen.

Anmerkung: Darstellung in Durchschnittswerten: VC als Anteil am BIP für 2002-2010 und EIS Daten für 2007 und 2010.

## Die Stellung Österreichs

Das European Innovation Scoreboard generiert einen Gesamtindikator, der eine Reihung der Effektivität und Gesamtheit der Innovationssysteme zulässt. Obwohl einzelne Positionen ausgewiesen werden ist es übersichtlicher, den Schwerpunkt auf Ländergruppen zu legen und im Folgenden Veränderungen im Zeitablauf zu analysieren. Die Gruppe der führenden Länder – der ‚Innovation Leaders‘ – besteht aus Schweden, Finnland, Deutschland und Dänemark. Österreich ist in der Gruppe der ‚Innovation Followers‘, dessen Werte im Innovationssystem um den EU27-Durchschnitt liegen. Andere Länder in dieser Gruppe sind etwa Belgien oder die Niederlande. Österreichs Position ist im Zeitablauf relativ konstant. Obwohl es Verbesserungen im System gab, erfolgten diese im groben Trend der EU. Fundamentale Verbesserungen im Innovationssystem, die einen Sprung in die Gruppe der Innovationsvorreiter verursacht hätte, waren noch nicht wirksam. Die Einzelindikatoren für Österreich bestätigen das seit Jahren ausgewogene Profil. Positiv schneidet Österreich ab bei wissenschaftlichen Publikationen, unternehmerischen F&E-Ausgaben, innovativen Klein- und Mittelbetrieben, sowie beim Schutz geistigen Eigentums. Die Schwächen liegen in der tertiären Ausbildung und in den wissensintensiven Dienstleistungsexporten. Als die größte Schwachstelle des Systems wird die sehr gering ausgeprägte Venture Capital-Branche identifiziert (EU 2012; BMWF et al., 2011).

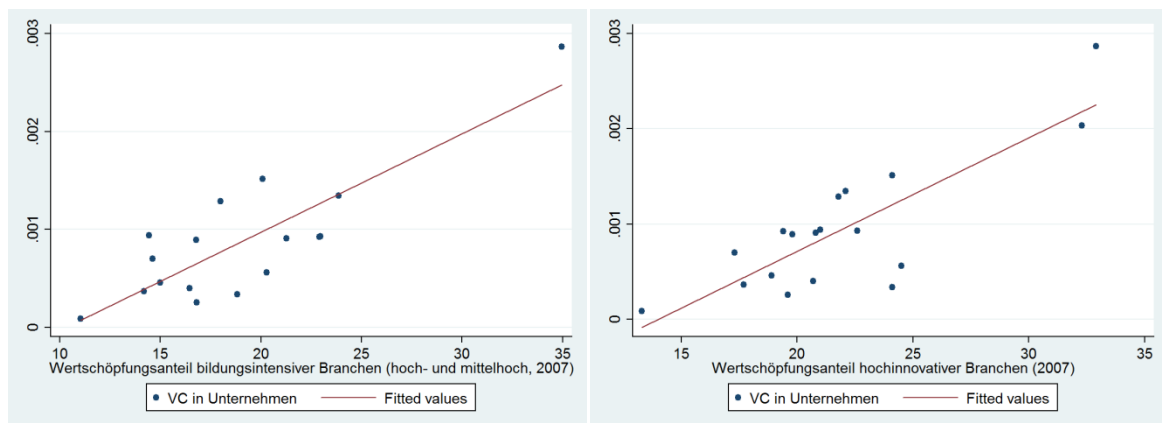
<sup>45</sup> Diese Innovationsoutputs beinhalten den Anteil innovativer KMUs, den Beschäftigtenanteil in wissensintensiven Aktivitäten, mittel- und hochtechnologie Exporte, wissensintensive Dienstleistungen, dem Umsatzanteil von Innovationen und Lizenzeinnahmen aus dem Ausland.

## Die Branchenstruktur

Eine Gegenüberstellung des Wertschöpfungsanteils hochinnovativer sowie bildungsintensiver Branchen (Janger et al., 2011) belegt den starken Zusammenhang der Präsenz einer technologieintensiven und bildungsreichen Branchenstruktur mit Risikokapitalinvestitionen (siehe Abbildung 56). Im folgenden werden Branchentaxonomien (Peneder, 2010b, 2007) verwendet. Die Innovationstaxonomien gruppieren, anhand von Mikrodaten des europäischen Community Innovation Survey (CIS III), Unternehmen und Branchen aufgrund ihrer "technologischen Regime", beziehungsweise aufgrund ihrer typischen Innovationsmuster. Die Taxonomie zur Bildungsintensität nutzt Daten aus dem Labor Force Survey und geht analog vor.

Die Taxonomien gruppieren Branchen anhand von Unterschieden in Bezug auf technologische Innovationen einerseits und Humankapital andererseits als zwei komplementäre Formen der Wissensintensität.<sup>46</sup> Ein wesentlicher Unterschied liegt z.B. in den Zuordnungen. Die Gruppe hochinnovativer Branchen wird tendenziell von der Sachgütererzeugung dominiert. In der höchsten Gruppe der ausbildungsintensiven Branchen sind mehr Dienstleistungen vertreten.

**Abbildung 56 Private Equity und der Wertschöpfungsanteil hochinnovativer und bildungsintensiver Branchen**



Quelle: OECD (STAN), EVCA, WIFO-Berechnungen, Janger et al. (2011)

Anmerkung: Darstellung von VC als durchschnittlichen Anteil am BIP für 2007-2010; jeweilige Branchenstruktur für 2007.

Darstellung des Zusammenhangs mit bildungsintensiven Branchen ist um Irland als Ausreißer bereinigt.

## 6.3 DIE UNTERNEHMENS DYNAMIK

Risikokapitalgeber suchen gemäß des Ziels der Renditemaximierung ihre Investitionsprojekte nach ihrem Wachstumspotential aus. Je mehr wachstumsorientierte Unternehmen an einem Standort aktiv sind, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit Risikokapitalgeber anzutreffen. Hier wird der Pool an möglichen Investitionsprojekten, insbesondere für Frühphasenfinanzierungen, im Hinblick auf zwei Aspekte betrachtet – der

<sup>46</sup> Die Branchenzuordnung und die Methodik werden im Anhang beschrieben.



Gründungsdynamik von technologieintensiven Unternehmen einerseits und der Anzahl an schnell wachsenden Unternehmen andererseits. Weiche Faktoren, wie z.B. soziokulturelle Einstellungen, werden danach ergänzend gezeigt.

Die Analyse zur Unternehmensdynamik wird durch die schlechte Datenverfügbarkeit erschwert, weshalb nur grobe Muster gezeigt werden können. Längerfristige Zusammenhänge sind durch das Fehlen von Zeitreihen nicht möglich. Relevante Daten sind, auch in aggregierter Form, oft nur fragmentarisch vorhanden, da die Messung von Gründungen oder Unternehmenswachstum unter voneinander abweichenden Definitionen und Datenquellen leidet. Aus diesen Gründen wird hier auf einen direkten Vergleich mit Risikokapitalinvestitionen verzichtet und lediglich auf die grobe Stellung Österreichs hingewiesen, wobei die Interpretation der Ergebnisse vorsichtig erfolgen sollte. Weiche Faktoren sind insbesondere für die Gründungsdynamik von Relevanz. Eine Expertenbefragung des Global Entrepreneurship Monitors weist, trotz eines guten Rechtsstaats und Innovationssystems, auf sozioökonomische Hemmnisse hin. Daten sind für das im Forschungskonsortium nicht vertretene Österreich nicht verfügbar.

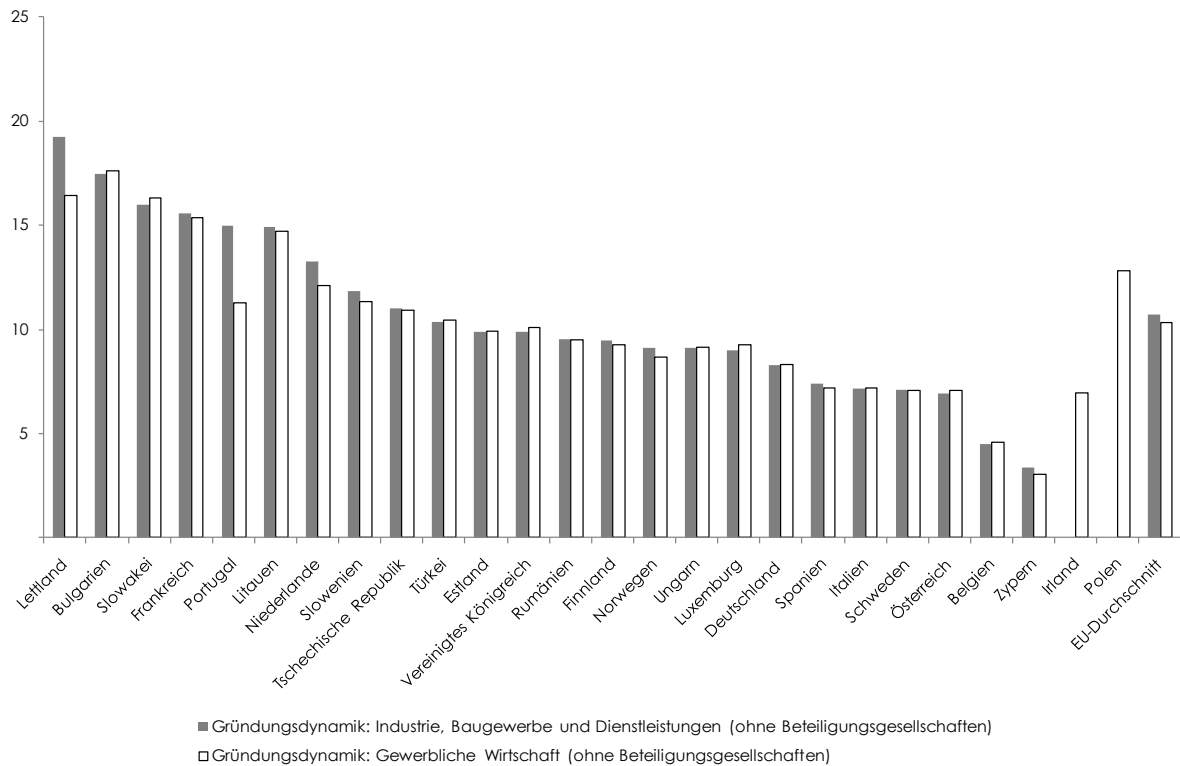
### **Unternehmensgründungen**

Eurostat veröffentlicht international vergleichbare Zahlen zur Firmendynamik, jedoch nur für eine zwei Jahresperiode.<sup>47</sup> Die Gründungsrate ist der Quotient der Zahl der Unternehmensgründungen im Jahr 2009 und der Zahl der aktiven Unternehmen im jeweiligen Land. Österreichs Gründungsrate lag 2009 vor Belgien, gering hinter jenen vor Schweden, Spanien und Italien und deutlich hinter denen von Deutschland, Finnland oder Holland. Die Abbildung zu den Gründungsstatistiken zeigt auch, dass Länder die sich in Aufholprozessen befinden (z.B. Lettland, Bulgarien oder Slowakei), tendenziell höhere Eintrittsraten haben als hoch entwickelte Volkswirtschaften (siehe Abbildung 57). Eine Gegenüberstellung mit Risikokapitalquoten erscheint hier wenig sinnvoll, da Technologie- und Produktivitätseffekte mitberücksichtigt werden müssten. Anders ausgedrückt zeigt sich, dass Länder in Aufholprozessen höhere Gründungsraten aufweisen als Länder nahe der technologischen Grenze, die jedoch aufgrund ihrer Wissensintensität mehr Risikokapital anziehen. Auswertung von Gründungsdaten, die sich auf hochinnovative Sektoren beschränken, zeigen ähnliche Ergebnisse (Janger et al., 2011).

---

<sup>47</sup> Andere Datenquellen wie etwa der ‚Global Entrepreneurship Monitor‘ sind ähnlich spärlich besetzt.

**Abbildung 57 Gründungsraten in der EU (2009)**



Quelle: SBS (Eurostat), WIFO-Berechnungen

### Firmenwachstum im internationalen Vergleich

Von ähnlicher Bedeutung wie Unternehmensgründungen ist die Wachstumsdynamik. Ein lange bestehendes Problem stellte auch hier das Fehlen vergleichbarer Stichproben über Länder hinweg dar, was internationale Vergleiche erschwert (Österreich ist in den Statistiken zu Firmenwachstum der Eurostat nicht enthalten). Hölzl (2011) berichtet rezente Ergebnisse des „Firm-Growth-Projects“, das erstmals eine international vergleichbare Datenbank von mikroaggregierten Indikatoren zur Unternehmenswachstumsverteilung auf Basis unter Verschluss gehaltener Mikrodaten nutzte (Bravo-Biosca 2010a, 2010b). Die Ergebnisse bestätigen die erwartete Verteilung der Wachstumsraten der Beschäftigung über alle elf Vergleichsländer hinweg, zeigen dennoch länderspezifische Unterschiede.

Für Österreich wird eine relativ geringe Wachstumsdynamik auf Unternehmensebene ausgewiesen. Im Zeitraum 2002/2005 war der Anteil schnell wachsender (ebenso wie schnell schrumpfender Unternehmen) niedriger als in den meisten Vergleichsländern. Gleichzeitig erwies sich der Anteil an stabilen Unternehmen (mit geringer Beschäftigungsveränderung) als vergleichsweise hoch.

**Tabelle 2 Schnell wachsende Unternehmen im internationalen Vergleich**

	<b>Anteil der Unternehmen mit mehr als 20% Beschäftigungswachstum</b>	<b>Durchschnittliches Wachstum in %</b>
Österreich	3,3	136,7
Kanada	4,5	149,0
Dänemark	4,0	153,8
Finnland	4,4	190,8
Italien	4,3	175,8
Niederlande	3,3	157,0
Neuseeland	6,0	712,6
Norwegen	3,2	171,6
Spanien	5,8	159,9
Großbritannien	6,4	244,3
USA	5,9	155,1

Quelle: Hölzl (2011) aus Bravia-Brioca (2010b)

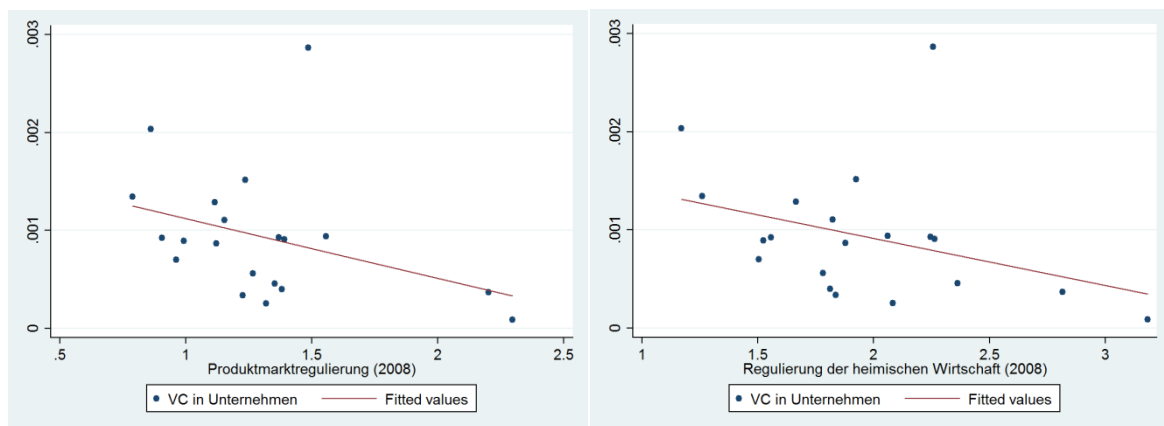
Anmerkung: Durchschnittswerte zwischen 2002-2005; Unternehmen mit mehr als 10 Beschäftigten, die in der ganzen Periode bestanden (Überlebende).

### **Regulierungsintensität auf Produktmärkten und Risikokapital**

Intensiverer Wettbewerb auf Produktmärkten führt zu höherem Wachstum, da Unternehmen zu effizienterem Handeln und zu mehr Innovation gedrängt werden. Hier wird angenommen, dass je freier ein Markt ist, Markteintritte und Firmenwachstum wahrscheinlicher werden, was wiederum Risikokapitalgeber anzieht. Nun wird der Zusammenhang zwischen Risikokapital und dem „Product Market Regulation“ Indikator der OECD gezeigt. Dieser zeigt, wie intensiv der Staat Wettbewerb beschränkt. Es zeigt sich, dass mit ansteigendem Eingreifen durch Regulierungen in den Markt weniger Kapital für Wachstumsprojekte zur Verfügung gestellt wird. Interessanterweise besteht kein Zusammenhang zwischen dem hier nicht gezeigten Anteil von Risikokapital am BIP und administrativen Hemmnissen.

Der Hauptindex besteht aus drei Subindizes (Wölfl et al., 2009), die beschreiben, i) wie aktiv der Staat in unternehmerische Tätigkeiten eingreift (z.B. über Preiskontrollen), ii) wie intensiv Handels- und Investitionshemmnisse sind, und iii) wie hoch administrative Hemmnisse für Unternehmen sind (z.B. bei Gründungen). Zwischen Risikokapital und den beiden ersten Punkten besteht ein negativer Zusammenhang (siehe Abbildung 58).

**Abbildung 58 Risikokapital und der Regulierungsindikator**



Quelle: OECD (STAN), EVCA, WIFO-Berechnungen, Janger et al. (2011)

Anmerkung: Darstellung von VC als durchschnittlichen Anteil am BIP für 2007-2010; jeweilige Branchenstruktur für 2007.

Darstellung des Zusammenhangs mit bildungsintensiven Branchen ist um Irland als Ausreißer bereinigt.

#### **6.4 EIN STRUKTURVERGLEICH MIT AUSGEWÄHLTEN VERGLEICHLÄNDERN**

Abschließend soll die Performance von einigen ausgewählten Vergleichsländern der von Österreich graphisch gegenübergestellt werden. Die Auswahl richtet sich primär nach der Größe und der Industriestruktur, weshalb Belgien, Niederlande und die Schweiz als Vergleichsländer ausgewählt wurden. Trotz des Größenunterschieds wird Deutschland betrachtet, ebenso wie das in Innovationsrankings oft führende Finnland. Großbritannien wird trotz beträchtlicher Strukturunterschiede als Spitzenreiter im Risikokapitalmarkt ebenso berücksichtigt. Der Vergleich dieser Länder ist auch hinsichtlich ihrer Spezialisierungsmuster (Branchen- und Technologie) sowie den Charakteristika des Strukturwandels von Interesse (Janger et al. 2011). Der Länderüberblick zeigt trotz ähnlicher Produktivitätsniveaus neben den Größenunterschieden einige Besonderheiten des Finanzsystems und für Risikokapital relevanter Indikatoren.

Am auffallendsten ist die Position Österreichs bei den Investitionen von Risikokapital in österreichische Unternehmen. Der Anteil am BIP entspricht etwa der Hälfte des Anteils in Deutschland, 40% von Belgien und weniger als einem Viertel in den Niederlanden. Ein ähnliches Muster zeigt sich bei den Investitionen der Fonds, die in den jeweiligen Ländern ihren Sitz haben. In fast allen Vergleichsländern wurde anteilmäßig mehr in lokale Unternehmen investiert als die eigene Branche bereitstellt. Einzig Großbritannien hat als etabliertes Ursprungsland von Risikokapital deutlich höhere Investitionen durch britische Fonds als der Anteil der Investitionen an britischen Unternehmen ausmacht.<sup>48</sup>

---

<sup>48</sup> Um die für die Standortfaktoren relevanten, konjunkturbereinigten Strukturen auf Länderebene zu zeigen wurden Durchschnittswerte verwendet. Durch die Durchschnittsbildung und teils alternative Gewichtung kann es zu Abweichungen von anderen Darstellungen kommen, welche jedoch die Robustheit des Gesamtbilds nicht beeinträchtigen.

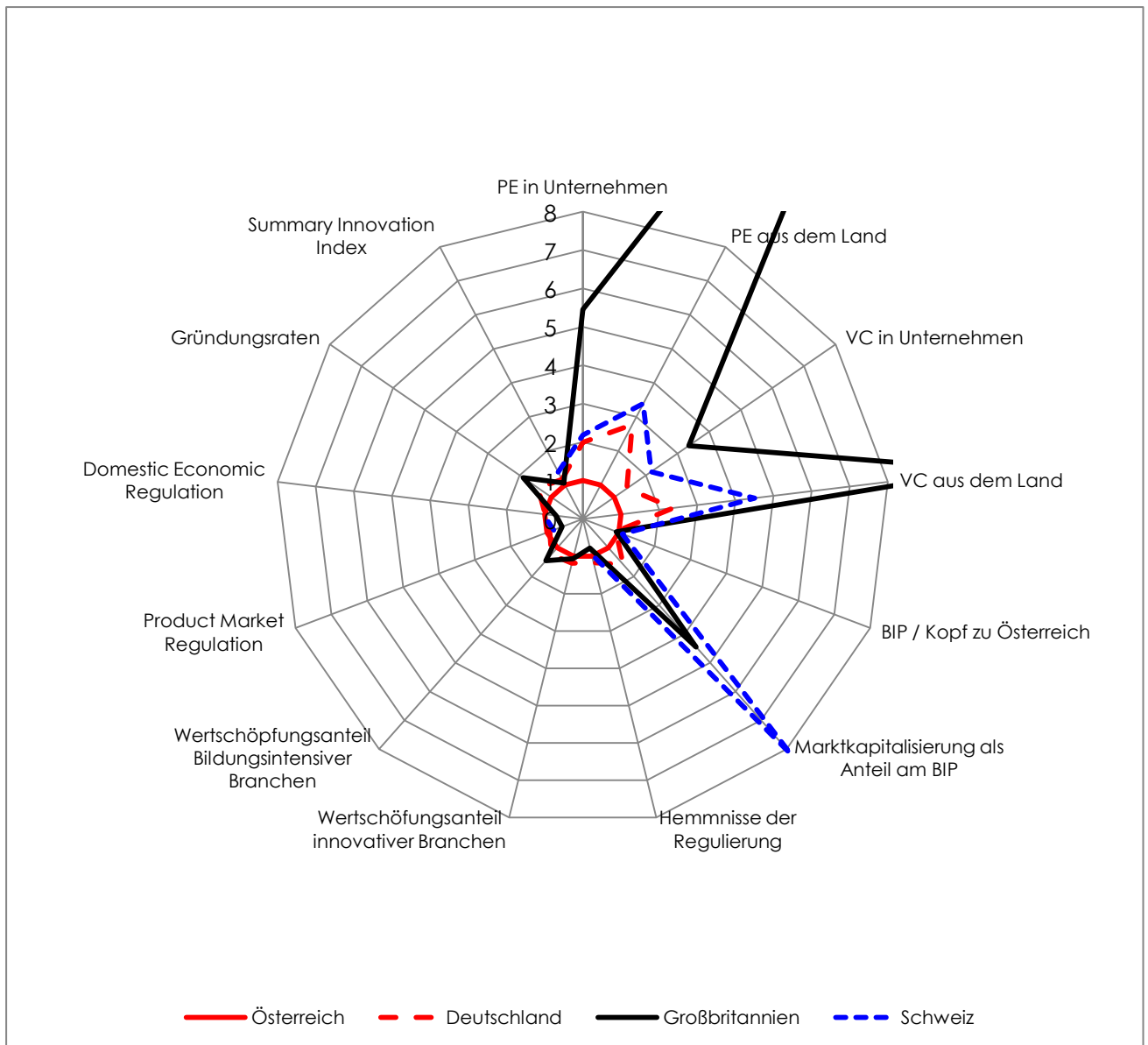
**Tabelle 3 Ausgewählte Vergleichsländer im Überblick**

	Österreich	Belgien	Niederlande	Schweiz	Deutschland	Großbritannien	Finnland
Einwohner in Mio.	8.3	10.6	16.4	7.5	82.3	60.7	5.3
BIP pro Kopf	28,910	27,430	30,276	31,911	26,622	26,998	26,535
Beschäftigungsquote in %	70%	63%	76%	80%	72%	72%	69%
Arbeitslosenquote	5%	8%	4%	4%	9%	6%	8%
PE in Unternehmen in Anteil am BIP	0.12%	0.31%	0.54%	0.27%	0.25%	0.67%	0.39%
PE aus dem Land als Anteil am BIP	0.06%	0.18%	0.35%	0.21%	0.17%	1.17%	0.26%
VC in Unternehmen als Anteil am BIP	0.04%	0.09%	0.09%	0.09%	0.06%	0.13%	0.13%
VC aus dem Land als Anteil am BIP	0.07%	0.20%	0.33%	0.33%	0.17%	0.78%	0.27%
Marktkapitalisierung als Anteil am BIP	29%	66%	91%	237%	46%	129%	99%

Quelle: EVCA, AMECO, EIS, Eurostat, WIFO-Berechnungen.

Anmerkung: Alle Werte sind Durchschnittswerte für die Periode von 2002 bis 2010.

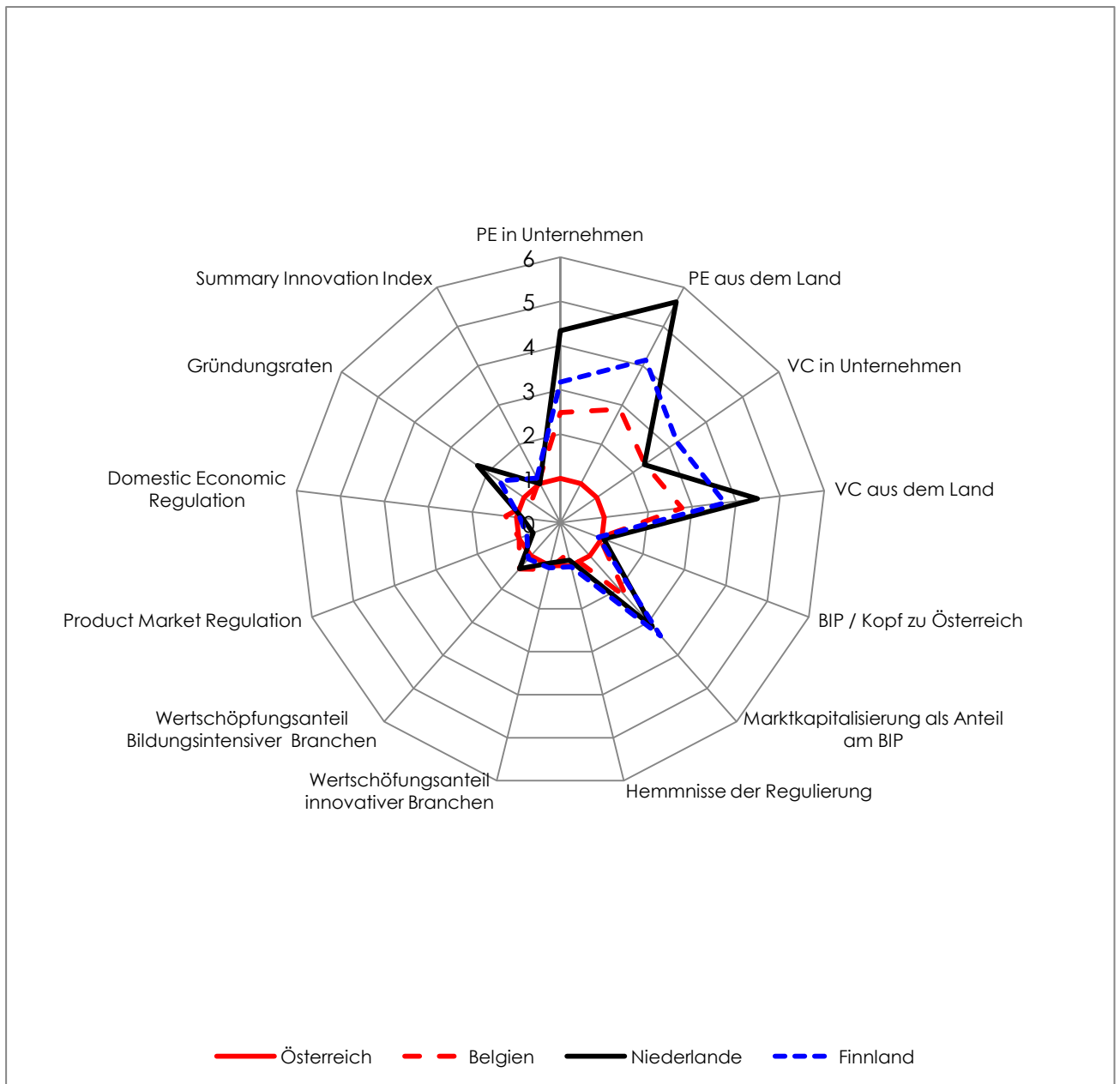
**Abbildung 59 Österreichs Innovationssystem und Risikokapital im internationalen Vergleich I**



Quelle: EVCA, AMECO, EIS, OECD, World Bank Indicators, WIFO-Berechnungen.

Anmerkung: Die PE-Werte sind Durchschnittswerte für die Periode von 2002 bis 2010; VC von 2007 bis 2010; der Regulierungsindikator für 2004-2008 und die Innovationswerte von 2007 und 2011. Großbritannien hat einen PE-Wert im Vergleich zu Österreich von 18,6.

**Abbildung 6o Österreichs Innovationssystem und Risikokapital im internationalen Vergleich II**



Quelle: EVCA, AMECO, EIS, OECD, World Bank Indicators, WIFO-Berechnungen.

Anmerkung: Die PE-Werte sind Durchschnittswerte für die Periode von 2002 bis 2010; VC von 2007 bis 2010, der Indikator zu den Regulierungshemmnissen für 2004-2008, und die Innovationswerte von 2007 und 2011.

## 6.5 ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

In diesem Kapitel wurden mehrere Standortfaktoren dargestellt, welche typischerweise die Höhe von Risikokapital in einem Land beeinflussen. Die identifizierten Kernpunkte sind die Ausgestaltung des Finanzsystems, das Innovationssystem, die Branchenstruktur sowie die Unternehmensdynamik. Bei der Interpretation ist Vorsicht geboten, da die Direktionalität oft unklar bleibt und ebenso Ungewissheit über die mögliche Rolle von Drittfaktoren herrscht, welche die Quote bestimmen. Ein Vergleich mit anderen EU-Staaten zeigt folgende Ergebnisse:

- Der Anteil an Risikokapitalinvestitionen in Österreich am Bruttoinlandsprodukt ist sehr gering und liegt deutlich unter dem von Ländern wie Holland, Belgien, Finnland oder Deutschland. Dies gilt sowohl für den Anteil von Investitionen von Risikokapitalgebern mit Sitz in Österreich (Industriestatistik), als auch für Investitionen in österreichische Unternehmen (Marktstatistik).
- Die Ausgestaltung der jeweiligen Finanzmärkte ist ein zentraler Einflussfaktor für Niveauunterschiede von Risikokapital. „Marktbasierte“ Systeme wie etwa Großbritannien oder die USA, weisen deutlich höhere Quoten auf als „bankbasierte“ Systeme wie Österreich. Dieser strukturelle Faktor erklärt einen Teil der relativ niedrigen Quote Österreichs im internationalen Vergleich.
- Ein Ranking der European Venture Capital Association von Regulierungshemmnissen weist auf regulatorische Defizite in Österreich hin. Dieses Ranking basiert auf subjektiven Einschätzungen von Experten und erklärt keine regulatorischen Herausforderungen im Detail.
- Risikokapital ist ein wichtiger Bestandteil des Innovationssystems, der auch stark mit der Bildungs- und Innovationsintensität den Branchenstrukturen korreliert. Der internationale Vergleich der Innovationssysteme zeigt Österreich in der Gruppe der ‚Innovation Followers‘ die um den EU27-Durchschnitt liegen und den führenden Ländern hinterherhinken. Stärken liegen in den wissenschaftlichen Publikationen, unternehmerischen F&E-Ausgaben, dem Anteil an innovativen Klein- und Mittelbetrieben, sowie im geistigen Eigentum. Verbesserungswürdig sind die tertiäre Ausbildung und die wissensintensiven Dienstleistungsexporte. Als die größte Schwachstelle des Systems wird in internationalen Vergleichen die geringe Ausprägung der Risikokapitalbranche genannt.
- Die Suche von Investoren nach Projekten mit hohem Erfolgspotential impliziert, dass ein attraktiver Investitionsstandort möglichst viele schnell wachsende Unternehmen und Gründungen aufweist. In der Firmendemographie Österreichs zeigen sich hier Defizite, wobei diese anhand der schlechten Datenlage mit Vorsicht zu interpretieren sind. Im Gegensatz zu den Vergleichsländern in der hochproduktiven Gruppe ist die Unternehmensfluktuation in Österreich leicht unterdurchschnittlich. Dieser Befund hält auch, wenn man nur die Fluktuation in bildungsintensiven Branchen berücksichtigt.



- Mäßig ist das Abschneiden bei einem internationalen Vergleich von Firmenwachstumsdaten. Dies sind Hinweise auf eine eher starre Industriestruktur, die Defizite im Anteil von wachstumsorientierten Unternehmen hat. Die obige Expertenbefragung gab auch hier Hinweise auf Hemmnisse für das Wachstum kleinerer Unternehmen, wie beispielsweise der Marktmacht etablierter Unternehmer.

Wirtschaftspolitisch leiten sich aus diesen Erkenntnissen einige Handlungsfelder ab, welche die Standortfaktoren für Risikokapital stärken können. Vorrangig sollte die Beseitigung etwaiger Schwachstellen in der die Branche selbst betreffenden Regulierung sein. Indirekt profitiert die Branche aber auch davon, wenn das Innovationssystem insgesamt weiter gestärkt wird. Die jüngste Evaluierung des Innovationssystems bietet dafür zahlreiche Vorschläge (Aiginger et al., 2009). Ein dritter Ansatzpunkt ist die Stärkung der Gründungs- und Wachstumsdynamik.

## **7 Analyse des Investitionsverhaltens von Investoren in Risikokapitalfonds**

Das folgende Kapitel befasst sich mit dem Investitionsverhalten von österreichischen und internationalen Investoren in Risikokapitalfonds. Aktuell ist dieses Thema von besonders großer Bedeutung, weil im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise der vergangenen Jahre der Markt für Fondsinvestments europaweit um knapp 80% von rund € 80 Mrd. im Jahr 2008 auf etwa € 18 Mrd. im Jahr 2009 eingebrochen ist und erst langsam beginnt sich wieder zu erholen (vgl. EVCA, 2012d). Solche einschneidenden Ereignisse führen meist zum Marktaustritt einer beträchtlichen Zahl von Akteuren<sup>49</sup> mit einer nachhaltigen Auswirkung auf die Marktstruktur. Einmal aus dem Markt ausgeschiedene Fondsmanagementteams können an einer nachfolgenden Erholung nicht mehr partizipieren, so dass die Aufwärtsbewegung des Marktes (repräsentiert durch die verbliebenen Teams) nur sehr schleppend erfolgen kann. Das gilt in besonderem Maße für Märkte, die von vornherein Entwicklungsdefizite aufweisen, wie der österreichische Risikokapitalmarkt, weil sie durch den Einbruch unter eine für die Erholung kritische Grenze fallen können (vgl. dazu Kap. 3.3.4, S. 40).

Im Zuge eines rund dreieinhalbjährigen internationalen Fundraisingprozesses (2008 bis Mitte 2011) eines österreichischen Risikokapitalfonds wurden von einem Mitglied des Projektteams Gespräche mit rund vierhundert europäischen und ausgewählten US-Investoren geführt, über hundert Telefonkonferenzen abgehalten, rund fünfzig persönliche Gesprächstermine in ganz Europa wahrgenommen und zahlreiche ein bis zweitägige Due Diligence Meetings mit internationalen Investoren absolviert (Investorengespräche). Das Projektteam wird die dabei gesammelten Informationen und qualitativen Daten nutzen, um die wesentlichen Kriterien zu erläutern, die professionelle Fondsinvestoren verwenden, um Fondsmanagementteams und die von diesen vorgeschlagenen Risikokapitalfondsprojekte für ein Investment auszuwählen.

Das Investorenpanel mit dem Gespräche geführt wurden, umfasste etwa 55% Fund of Fund Investoren, 20% Versicherungen und Pensionskassen, 15% Family Offices, 5% Banken und 5% übrige Investoren.

Im Rahmen der Arbeiten hat das Projektteam Expertengespräche mit vier ausgewählten österreichischen Risikokapitalgebern geführt, um die Bedeutung dieser Investitionskriterien aus Sicht mehrerer unterschiedlicher Marktakteure zu prüfen und eine Einschätzung ihres relativen Gewichts für den Risikokapitalstandort Österreich zu gewinnen. Darüber hinaus wurden die österreichischen Risikokapitalgeber gebeten, die Fundraisingsituation unterschiedlich spezialisierter Risikokapitalfonds (Early Stage, Buy-Out Mezzanin etc.) zu beurteilen, die Situation von Frühphasenfonds im Speziellen zu beleuchten und Trends für den österreichischen und den europäischen Risikokapitalmarkt abzuschätzen.

Für die Expertengespräche wurden vier Risikokapitalgeber gewählt, die je einen „Growth Fund“, einen kombinierten „Balanced Venture Capital“ und „Growth Fund“, einen „Buy-out“

---

<sup>49</sup> Damit sind sowohl Fondsmanagementteams als auch Fondsinvestoren gemeint.

und Mezzaninfonds sowie einen „Buy-out“ Fonds managen. Dadurch konnte ein breites Bild der österreichischen Risikokapitalindustrie gezeichnet werden, das das gesamte Spektrum des Risikokapitalmarktes von der Frühphasenfianzierung bis zum „Later Stage“ Segment umfasst (vgl. dazu Kap. 0, S. 47).

Insgesamt soll der folgende Abschnitt in Ergänzung zu den vorliegenden AVCO/EVCA Daten (vgl. Kap. 5, S. 61) ein klares Bild von der aktuellen Situation und eine kompetente Einschätzung zukünftiger Entwicklungen auf der Angebotsseite des österreichischen Risikokapitalmarktes im internationalen Kontext liefern. Entsprechend der oben beschriebenen Vorgehensweise gliedert sich das Kapitel in drei Abschnitte.

- Investitionskriterien und Investitionsverhalten internationaler Fondsinvestoren.
- Aktuelle Situation und zukünftige Trends auf der Angebotsseite des österreichischen Risikokapitalmarktes im internationalen Kontext.
- Resümee aus den Ergebnissen der Experteninterviews.

## **7.1 INVESTITIONSKRITERIEN UND INVESTITIONSVERHALTEN**

Wie die europaweiten Investorengespräche gezeigt haben, umfasst die Listen der wesentlichen Entscheidungskriterien für Investments in Risikokapitalfonds die folgenden Punkte, die nicht nach der Bedeutung der Kriterien gereiht sind:

1. Spezialisierung des Fonds nach Investitionsphasen.
2. Größe des Fondsvolumens.
3. Performance.
4. „Track Record“.
5. Markt, in dem ein Risikokapitalgeber aktiv ist.
6. „Terms and Conditions“ eines Fondsinvestments.
7. „Corporate Governance“.

### **1. Spezialisierung des Fonds auf Investitionsphasen**

Bei der Investorenansprache wurde in gut 75% der Fälle gleich zu Beginn darauf hingewiesen, dass kein Interesse an Investitionen in Venture Capital Fonds besteht (vgl. dazu auch Marchart und Url, 2008). Die Investitionsstrategie der Investoren zielte vor allem auf die „Later Stage“ Segmente mit einem deutlichen Fokus auf das Buy-out Geschäft. Diese Ausrichtung wird auch durch die europaweiten Daten der EVCA bestätigt, die zeigen, dass im Jahr 2008 rund 70% der aufgebrachten Mittel auf Buy-out Fonds entfielen, wohingegen nur etwa 13% im Venture Capital Bereich landeten. Über die Jahre der Finanz- und Wirtschaftskrise hat sich das Bild zwar kurzzeitig verschoben, so dass dem Buy-out Bereich 2009 nur mehr rund 54% zufielen und das VC-Segment auf etwa 17% ansteigen konnte; allerdings bei einem Rückgang der insgesamt aufgebrachten Mittel um immerhin knapp 80%. Für 2011 lag der Buy-out Anteil bereits wieder bei etwa 76% und der VC Anteil nur

mehr bei rund 9%. Die insgesamt aufgebrauchten Mittel konnten dabei wieder auf knapp 50% des Wertes von 2008 ansteigen.

Als Ergebnis kann man daher festhalten, dass die europäischen Fondsinvestoren hauptsächlich an Buy-out Investitionen interessiert sind.

## **2. Größe des Fondsvolumens**

Noch klarer als zur Phasenspezialisierung der Risikokapitalfonds waren die Aussagen der Fondsinvestoren in Bezug zum Minimalvolumen der Fonds, in die sie investieren. Es wurde in den meisten Fällen von vornherein klar gemacht, dass keine Investitionen in Fonds mit einem Volumen unter € 100 Mio. getätigt werden. Die Gründe dafür liegen in der geringen Sichtbarkeit der Investments, die Investoren gegenüber ihren Geldgebern (im Falle von Fund of Funds) und ihren Entscheidungsgremien (im Falle von Banken oder Versicherungen) vertreten müssen, sowie in einem Fixkosteneffekt. Für einen Fondsinvestor entstehen beinahe die gleichen Ressourcen- und Zeitaufwendungen beim Investieren und Managen von großen oder kleinen Investitionstranchen bzw. „Ticket Sizes“. In kleine Fonds lassen sich aber nur beschränkt große „Tickets“ investieren, weil diese meist mit 10% bis 20% des Fondsvolumens nach oben gedeckelt sind. Aus Gründen des Risikomanagements möchte kein Investor ein zu starkes Engagement für einen einzelnen Fonds zeigen oder zu großen Einfluss auf Fondsentscheidungen bekommen.

## **3. Performance**

Die Performance eines Fonds und damit die Erträge<sup>50</sup>, die er für seine Investoren erwirtschaftet, sind aus der Sicht jedes Fondsinvestors von besonders großer Bedeutung. Die Bewertung eines geplanten Risikokapitalfonds verbessert sich allerdings nicht automatisch mit der Höhe der Performance, die er verspricht oder die das Fondsmanagement in der Vergangenheit zu erwirtschaften in der Lage war. Eine hohe Performance ist oft mit höheren Kapitalrisiken verbunden, die der Investor möglicherweise nicht tragen will. Darüber hinaus ist ein Investor eigentlich nicht an der Performance eines Fonds, sondern an der Performance seiner Einlage in den Fonds interessiert und diese hängt wieder eng damit zusammen, wie viel seines kommittierten Geldes zu jedem Zeitpunkt des Fondslebenszyklus tatsächlich „arbeitet“ („Money Employed“) und so die versprochene Performance abwerfen kann. Am aller wichtigsten sind aber die Belege dafür, dass die Zielperformance eines Managementteams nachhaltig und dauerhaft Fonds für Fonds auch erreicht werden kann. Üblicherweise sucht ein Investor nach solchen Belegen bei der Prüfung des „Track Record“ eines Fondsmanagementteams.

---

<sup>50</sup> Die Performance wird üblicherweise mit der „Internal Rate of Return (IRR)“ (bzw. dem internen Zinssatz) und dem „Multiple“ des Investitionsprojekts gemessen. Der „Multiple“ ist dabei der Faktor, mit dem man die ursprünglich getätigte Investition multiplizieren muss, um zum Investitionsertrag (z.B. aus einer Anteilsveräußerung) zu gelangen.

#### **4. Track Record**

Wie in Kap. 3.3.1 (vgl. S. 33) erläutert wurde, hat der Track Records großen Einfluss auf das Funktionsmodell von Risikokapital. Er bildet die Erfahrung einzelner Mitglieder des Fondsmanagements (v.a. „Key Persons“ und Investmentmanager) im Risikokapitalgeschäft und die Erfahrung dieser Mitglieder bei der Zusammenarbeit im Fondsmanagementteam ab. Im Rahmen der Investorengespräche hat sich gezeigt, dass der „Track Record“ bei der Prüfung eines potentiellen Fondsinvestments im Zentrum der Arbeit eines Investors steht.

Aus Sicht der Investoren kann der „Track Record“ z.B. anhand folgender Indikatoren abgeschätzt werden:

- Performance bisheriger Fonds, die für Investoren erwirtschaftet werden konnte.
- Systematische Gründe für das Zustandekommen dieser Performance, wie z.B.:
  - Zahl der erfolgreich entwickelten und veräußerten Unternehmen unter Ausschluss besonders guter und besonders schlechter Fälle.
  - Rolle, die die Risikokapitalgeber bei der Entwicklung ihrer Unternehmen eingenommen haben (aktive Eigentümerrolle, aktive Unterstützung des Unternehmensmanagements, Lead oder Co-Lead Investorenrolle bei Syndizierungen etc.).
  - Investitionsstrategie und –politik im Verhältnis zum tatsächlichen Verhalten als Investor (Wurde die Strategie umgesetzt oder hat man sich opportunistisch verhalten?).
- Zeitliche Dauer, über die eine hohe Performance auf systematische Weise erzielt werden konnte (Verfügt man über einen Track Record von nur einem oder bereits vier Fonds?).
- Anreize für das Fondsmanagement („Managemen Fee“, „Carried Interest“) und ihre Struktur innerhalb des Teams (Verteilungsregeln zwischen den Teammitgliedern) sowie durch ihre zeitliche Entwicklung<sup>51</sup>.

#### **5. Markt, in dem ein Risikokapitalgeber aktiv ist**

Die Bedeutung des Risikokapitalmarktes, seiner Struktur und seines Entwicklungsgrades, seiner internationalen Einbindung sowie des Verhaltens der marktinternen Fondsinvestoren wurde im Kap. 3.3.5 (vgl. S. 40) näher erläutert. Hier soll noch einmal angemerkt werden, dass ein schwach entwickelter Markt mit wenig internationaler Einbindung ein internationales Fundraising zwar deutlich erschwert aber nicht automatisch unmöglich

---

<sup>51</sup> In ökonomischen Modellen wird üblicherweise ein abnehmender Grenznutzen des Geldes unterstellt. Das entspricht auch der Erfahrungswelt von Fondsinvestoren, die sich die Frage stellen, ob das Team auch nach zwei oder drei erfolgreichen Fonds, an denen ein hoher „Carried Interest“ verdient wurde, noch immer hungrig genug ist, um mit vollem Engagement eine hohe Performance für die Investoren zu erwirtschaften.

macht. Die Investorengespräche haben gezeigt, dass internationale Investoren, die an der Leistung eines einzelnen Fondsmanagementteams interessiert sind, sehr genau nachprüfen, ob ein Team nicht auch in einem schwach entwickelten Markt sein Risikokapitalgeschäft erfolgreich betreiben und dem entsprechend einen guten „Track Record“ vorweisen kann. Dennoch ist der „Markt“ sehr weit oben auf der Skala der wichtigsten Entscheidungskriterien angesiedelt.

## **6. “Terms and Conditions” eines Fondsinvestments**

Wie sich bei den Investorengesprächen gezeigt hat, zählen die „Terms and Condition“ eines Fondsinvestments, die im LPA festgeschrieben werden<sup>52</sup>, mehr zur Pflicht als zur Kür eines Fundraisingprozesses. Werden aktuelle Standards, wie sie in Kap. 3.3.2 (vgl. S. 38) erläutert wurden, nicht eingehalten oder übermäßig stark verzerrt, können sie erhebliche Bedeutung für die Investitionsentscheidung der Fondsinvestoren bekommen. Je besser die Performance und der „Track Record“ eines Fondsmanagementteams sind, desto leichter wird es, bestimmte „Standards“ auf dem Verhandlungsweg abzuändern. Das betrifft vor allem die Höhe der „Management Fee“ aber nicht die grundsätzliche Konstruktion des Anreizsystems. Kein Fondsinvestor wird darauf verzichten, dass sich das Fondsmanagement auch am Fonds beteiligt, um sicherzustellen, dass es von möglichen Verlusten des Risikokapitalgeschäfts genauso betroffen wird, wie die Investoren selbst.

Darüber hinaus umfassen die „Terms“ einige weitere „Standards“, die in entsprechenden Vertragsklauseln festgeschrieben werden und Verfahrensregeln für Verstöße gegen das LPA (Sanktionsmechanismen) genauso enthalten wie Regelungen zu Ausnahmesituationen, Interessenskonflikten etc. Diese Standards sind unbedingt in die Verträge aufzunehmen und können, falls man diesbezüglich keine Einigung erzielt, zum Abbruch der Gespräche zwischen Investor und Fondsmanagement führen.

## **7. Corporate Governance**

Ähnlich wie bei den „Terms and Conditions“ wird von internationalen Investoren eine Mindestausstattung an „Corporate Governance“ Komponenten gefordert. Eine darüber hinaus gehende Ausgestaltung wird begrüßt. Sie ist allerdings für eine Investitionsentscheidung nicht ausschlaggebend. Die Mindestausstattung nicht anzubieten, kann dagegen rasch zu einem vorzeitigen Abbruch von Gesprächen führen.

Zur Mindestausstattung zählen die in Kap. 3.3.2, S. 38 näher beschriebenen Leitungsorgane („Investment Committee“, „Advisory Board“, Investorenversammlung) genauso wie z.B. Bestimmungen, die Änderungen bei der Leitungsbefugnis und der Partnerstruktur in der Managementgesellschaft („Key Person Provisions“) oder den Austausch des Fondsmanagements regeln („Fault-“ und „No-Fault-Divorce Provisions“).

---

<sup>52</sup> LPA steht für „Limited Partnership Agreement“, vgl. dazu Kap 3.2.1, S. 26.

## **7.2 DER ÖSTERREICHISCHE RISIKOKAPITALMARKT IM INTERNATIONALEN KONTEXT**

Die interviewten österreichischen Risikokapitalgeber wurden zunächst nicht mit den Entscheidungskriterien konfrontiert, die sich aus den internationalen Investorengesprächen ergeben haben, vielmehr wurden sie gebeten, die aus ihrer Sicht wesentlichen Kriterien zu nennen und zu beschreiben. Erst in einem zweiten Schritt sollten sie anhand einer vorgegebenen Kriterienliste die spezifisch österreichische Situation erläutern, damit die Richtung der Interviews und vor allem die genannten Prioritäten nicht von vornherein präjudiziert werden.

Nach der Diskussion der Kriterien wurden die Risikokapitalgeber gebeten, aus ihrer Sicht die aktuellen Trends bei der Entwicklung unterschiedlich spezialisierter Risikokapitalfonds und insbesondere von Frühphasenfonds einzuschätzen sowie die Investorenwahrnehmung des österreichischen Risikokapitalmarktes im internationalen Kontext zu beschreiben.

### **7.2.1 Entscheidungskriterien von Fondsinvestoren**

Alle Interviewpartner waren einhellig und von sich aus der Meinung, dass der „Track Record“, das ausschlaggebende Entscheidungskriterium für jedes Fondsinvestment darstellt. Nur wenn das Fondsmanagement zeigen kann, dass es in der Lage ist, auf systematische Weise und auf Dauer (insbesondere auch über den Konjunkturzyklus) Veranlagungsperformance für seine Investoren zu erwirtschaften, bestehen gute Chancen Fondsinvestments erfolgreich einzuwerben. In einem Fall wurde angemerkt, dass für ein Fundraising in Österreich ein Mentor unter den Fondsinvestoren, der das Managementteam aktiv unterstützt und den „Funding-Prozess“ mitvorantreibt, von großer Bedeutung für ein erfolgreiches „Fonds-Closing“ ist.

Neben dem „Track Record“ haben die Interviewpartner aus eigenem Antrieb die Investmentstrategie und die Fondsgröße als wichtige Kriterien genannt. Darüber hinaus wurde auf Interessenskonflikte bei Investitionen in Fonds mit stark überlappenden Investitionsstrategien hingewiesen. Das bedeutet, dass Fondsinvestoren, die sich für den österreichischen Markt interessieren, nicht gleichzeitig in zwei Frühphasenfonds investieren würden, weil sie dabei automatisch in die Konkurrenz dieser Fonds um interessante Beteiligungsprojekte geraten würden und auf Basis der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen die Ergebnisse dieser Konkurrenzbeziehung beeinflussen könnten. In Folge führt das zu einer Ausdünnung der im Prinzip verfügbaren Investorenlandschaft.

Konfrontiert mit den Kriterien aus den internationalen Investorengesprächen wurden „Spezialisierung der Fonds“, „Performance“, „Markt, in dem ein Risikokapitalgeber aktiv ist“ und „Track Record“ als überaus wichtig eingestuft.

Die „Größe des Fondsvolumens“, „Terms of Investments“ und „Corporate Governance“ wurden dagegen unterschiedlich bewertet. Bei der „Größe des Fondsvolumens“ gehen diese Unterschiede auf den diskontinuierlichen Charakter des Kriteriums zurück. Nach Ansicht der Befragten und in Übereinstimmung mit den internationalen Investorengesprächen liegt die Mindestgrenze des Fondsvolumens für internationale Investoren bei rund € 100 Mio. Bis zu dieser Grenze ist die „Größe des Fondsvolumens“ ein enorm wichtiges Kriterium. Darüber

wird es zunehmend weniger wichtig und bei € 150 bis 200 Mio. verliert es seine Bedeutung zur Gänze. Bei nationalen Investoren ist die Grenze dagegen eher bei € 30 - 35 Mio. angesiedelt. Für größere Fondsvolumina fällt auch hier die Bedeutung des Kriteriums weg. Bei „Terms of Investments“ und „Corporate Governance“ gehen die Unterschiede auf das unterschiedliche Verhalten von nationalen und internationalen Investoren zurück. Nach Ansicht der Befragten sehen internationale Investoren die oben angesprochenen Mindeststandards als eine Pflichtübung, die unbedingt erfüllt werden muss, wohingegen nationale Investoren die Mindeststandards zum Teil überhaupt nicht kennen und oft abweichende Regelungen fordern, die wieder in Konflikt mit den internationalen Standards treten können.

### **7.2.2 Die aktuelle Situation und zu erwartende Trends für die Zukunft**

Bei der Diskussion mit den Interviewpartnern zum Kriterium „Spezialisierung der Fonds“ wurde deutlich, dass Fondsinvestoren das Interesse an Frühphasenfonds beinahe vollkommen verloren haben. Wenn investiert wird, dann nur in „Buy-out“, „Growth“ oder fallweise auch in Mezzaninfonds. Für Fondsmanagementteams mit einer Frühphasenausrichtung scheint es gegenwärtig fast unmöglich zu sein, Geld von institutionellen Investoren für Fondsprojekte aufzustellen. Dabei wird die internationale Ebene noch ein wenig besser bewertet als die österreichische Situation. Gefragt nach der Gruppe der Investoren, die noch am ehesten in die Frühphase investieren würden, wurden die öffentliche Hand, „Business Angels“ und kleine „Family Offices“ mit Affinität zu „Entrepreneurship“ und bestimmten Branchenschwerpunkten (wie z.B. IKT) genannt.

Nach Ansicht der Interviewpartner wird sich auch in Zukunft an dieser Situation nichts ändern. Zwar wird der Investorenappetit nach Risikokapital wieder etwas ansteigen, die zusätzlichen Mittel werden allerdings vor allem in den „Buy-out“ und in den „Growth“ Bereich fließen. Auch dem Mezzaninsegment wird keine expansive Zukunft vorausgesagt.

Angesprochen auf den österreichischen Markt für Risikokapital als potentiell Investitionsziel, haben alle Interviewpartner auf die reservierte Haltung der Fondsinvestoren verwiesen. Internationale Investoren kennen Österreich als Standort für Risikokapital beinahe überhaupt nicht. Diejenigen, die es kennen, sind vom schwachen Entwicklungsgrad des Marktes überzeugt und würden aufgrund der gegenwärtig europaweit immer noch schwierigen Umfeldbedingungen für Privat Equity Fondsinvestitionen ein solches Risiko nicht eingehen. Heimische Fondsinvestoren scheinen dagegen ihr Interesse an Risikokapital fast vollständig verloren zu haben. Keiner der Befragten sieht hier einen nennenswerten Spielraum oder die Chance für eine Verbesserung in naher Zukunft.

Wie die aktuellen AVCO/EVCA-Daten zeigen (vgl. Kap. 5, S. 61) ist das Klima am europäischen Risikokapitalmarkt bereits wieder dabei sich zu verbessern, frische Mittel werden aber nach Ansicht der Befragten, in jene Risikokapitalfonds fließen, die in den entwickelten Märkten, wie dem UK, Skandinavien sowie den Niederlanden, und den großen Märkten, wie Deutschland oder Frankreich sitzen. In Österreich wird sich die Fundraisingsituation in absehbarer Zeit nicht verbessern. Das heißt, es ist enorm schwer für „Buy-out“, „Growth“ und Mezzaninkapital Geld von institutionellen Investoren aufzustellen. Für die Frühphasenfonds ist es aber beinahe unmöglich.



### **7.3 ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

Wer gegenwärtig oder in nächster Zukunft Fondsmittel für Risikokapitalinvestitionen aufstellen möchte, ist beinahe gezwungen, in ein internationales Fundraising zu gehen, weil österreichische institutionelle Fondsinvestoren ihr Interesse an Risikokapitalinvestitionen beinahe vollständig verloren haben.

Für ein internationales Fundraising muss das Fondsvolumen mindestens € 100 Mio. betragen. Damit ein solcher Betrag in einen Fonds eingeworben werden kann, muss allerdings belegt werden, dass dieser am Zielmarkt während der Investitionsperiode in hochwertige Unternehmen investiert und nach 3-5 Jahren wieder erfolgreich abgeschichtet werden kann. Dazu muss der Markt nicht nur einen geeigneten Entwicklungsgrad aufweisen, das Fondsmanagement muss außerdem über einen „Track Record“ für Fonds dieser Größe verfügen. Darüber hinaus ist darauf zu achten, das Fondsangebot mit den nötigen auf internationaler Ebene üblichen „Terms and Conditions“ sowie „Corporate Governance“ Standards auszustatten.

Für Frühphasenfonds ist es allerdings auch dann schwierig bis unmöglich, ein Fundraising erfolgreich abzuschließen, wenn alle diese Voraussetzungen erfüllt sind. Institutionelle Investoren zeigen gegenwärtig beinahe kein Interesse für Frühphaseninvestments. Für österreichische Fondsinvestoren gilt das derzeit noch stärker als für Investoren auf europäischer Ebene.

## **8 Quantitative Darstellung österreichischer Fondsmanager im internationalen Vergleich**

### **8.1 FRAGEBOGENERHEBUNG**

Befragt wurden die 16 ordentlichen Mitglieder des österreichischen Dachverbandes der Risikokapital-Industrie. Diese repräsentieren rund 80% des in Österreich zur Verfügung stehenden Risikokapitals. Von diesen 16 Befragten konnte mit 14 Antwortenden ein Rücklauf von 87,5% erreicht werden. Ziel der schriftlichen Fragebogenerhebung<sup>53</sup> war es, Informationen zur Rechtsform und zum Status der Managementgesellschaft, der Anzahl und Größe der gemanagten Fonds, dem Fundraising-Status, dem Investoren hintergrund, den Investments und der Investitionspolitik, sowie zur Corporate Governance zu erheben.

### **8.2 EMPIRISCHE ERGEBNISSE DER BEFRAGUNG**

#### **8.2.1 Rechtliche Struktur**

Wie in Kap 3.2 (vgl. S. 27) dargestellt, ist das Management der Risikokapitalfonds in der Regel in eine Managementgesellschaft (oft auch als „Fondsmanager“ bezeichnete Körperschaft) ausgelagert. Eine Managementgesellschaft kann mehrere Fonds managen, wobei hier oft auch zeitlich hintereinander folgende bzw. zeitlich überlappende Fonds vorliegen. Die Rechtsform des Fonds hat entscheidende Bedeutung für die steuerliche und organisatorische Gestaltung, sowie für die Gestaltung der Kapitalflüsse, die gemäß dem Capital-Call-Prinzip vom Investor zum Fonds zum Unternehmen und wieder zum Fonds und zum Investor zurück laufen.

79% der Befragungsteilnehmer geben an, eine GmbH als Gesellschaftsform gewählt zu haben, die GmbH nach deutschem Recht, die Aktiengesellschaft und die Limited Liability Company liegt bei den Befragungsteilnehmern jeweils mit 7% (jeweils eine Nennung) vor (Abbildung 61). Die von den Managementgesellschaften verwalteten Fonds sind mit 35,7% österreichische KGs, 28,6% MIFIGs, 14,3% AGs, und mit jeweils 7,1% GmbH & Co KG, UK Limited Partnership oder luxemburgische SICAR, damit wird die dominante Stellung der AG (MiFiG plus AG: 42,9%) deutlich (Abbildung 62). 73% der Fonds haben ihren Standort in Österreich, 13,3% in Deutschland und jeweils 6,7% in Luxemburg und Jersey. Die „First Closings“<sup>54</sup> aller Befragungsteilnehmer verteilen sich über die Jahre 1979-2011, die „Final Closings“<sup>55</sup> über die Jahre 2001-2012, wobei hier mit 5 „Final Closings“ (41,7%) im Jahr 2007 ein Peak zu erkennen ist. Die Fondslaufzeiten sind zum Großteil mit 10 Jahren (38,5%) bis 12 Jahren (23,1%) angegeben, lediglich 7,7% haben eine Laufzeit von 15 Jahren oder sind zeitlich nicht limitiert (23,1% Evergreen Funds). Die Investmentperiode liegt in 63,6% aller

---

<sup>53</sup> Der Fragebogen liegt der Studie im Anhang bei.

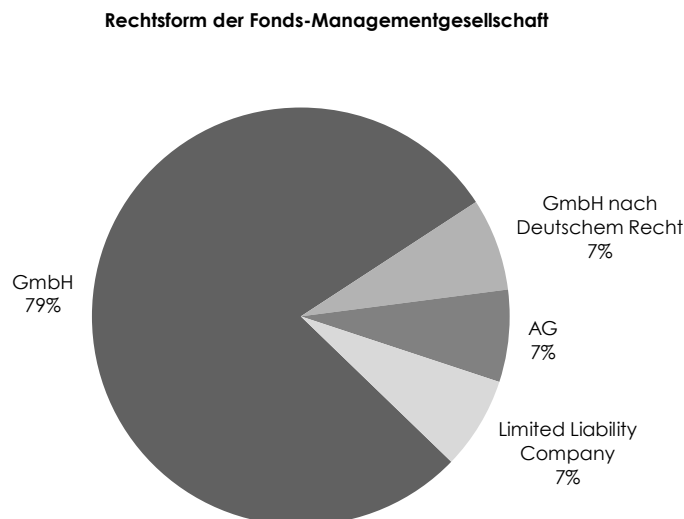
<sup>54</sup> First Closing: Der erste oder eine erste Gruppe von Investoren zeichnet Anteile am Fond. Vor dem „Final Closing“ können noch eine oder mehrere weitere Closings folgen (Hertz-Eichenrode 2011).

<sup>55</sup> Final Closing: Letzter Zeichnungsschluss eines Fonds und Abschluss des Fundraising-Prozesses. Abgabe aller Kommittments (Hertz-Eichenrode, 2011).

Fälle bei 5 Jahren. Mit 71% „Independent Funds“ findet man in Österreich eine im Laufe der Zeit unabhängiger gewordene Risikokapitallandschaft. Zu Beginn der Risikokapitalaktivitäten waren die Captive Funds<sup>56</sup> (heute mit 29%) und hier insbesondere die Bank-assoziierten, stärker vertreten (Abbildung 63).

Es zeigt sich weiters, dass die überwiegende Mehrheit der österreichischen Marktteilnehmer aktuell bis zu zwei Fonds pro Managementgesellschaft verwaltet (Abbildung 64). Der Großteil der Befragungsteilnehmer hat insgesamt bisher 1-4 Fonds aufgebracht (inklusive den aktuell laufenden). Das Volumen der einzelnen Fonds ist in Österreich relativ klein. Von den Antwortenden machen 81,25% Angaben zur Größe der verwalteten Fonds (Abbildung 65) und dabei stellt sich heraus, dass der Großteil davon unter der € 150 Mio. Grenze liegt, die lediglich von einem Fonds überschritten wird. Die durchschnittliche Größe eines Fonds beträgt € 69 Mio. 92,9% der Befragungsteilnehmer und damit die überwiegende Mehrheit plant keinen Leverage des Fondsvolumens.

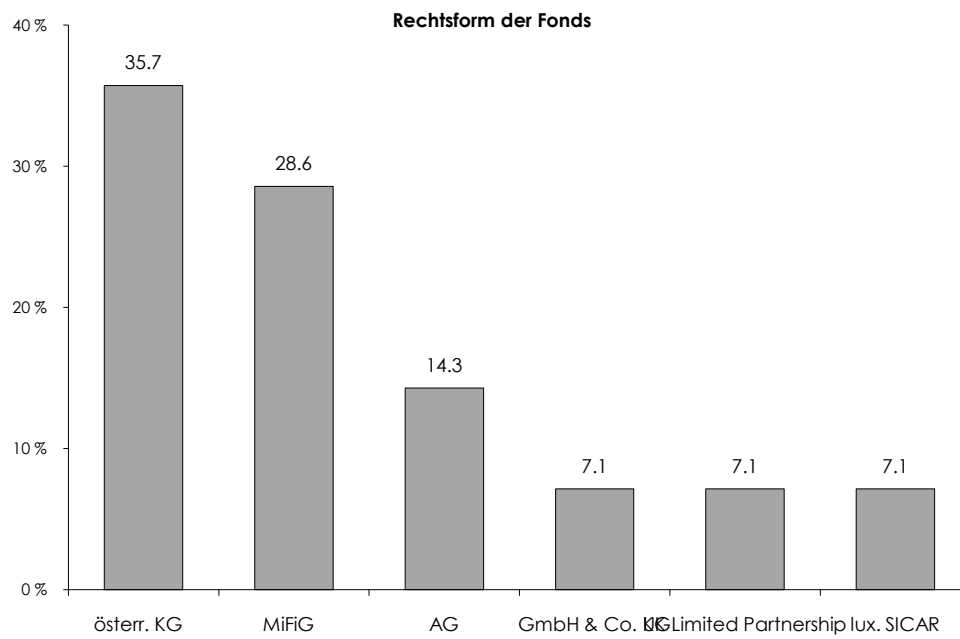
**Abbildung 61 Rechtsform der Fonds-Managementgesellschaft**



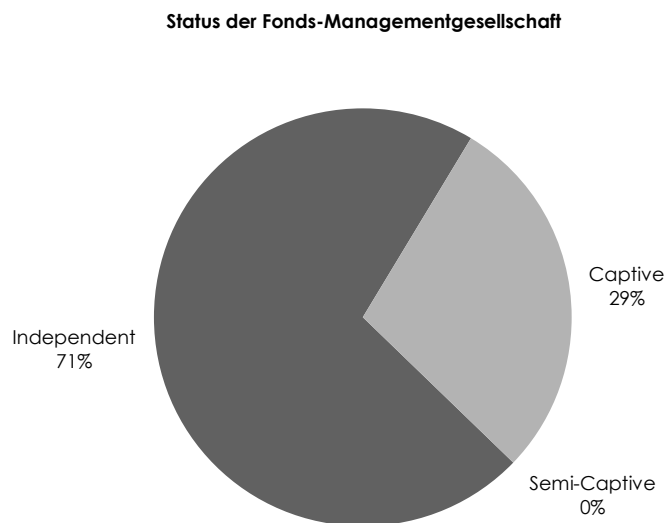
---

<sup>56</sup> Im Risikokapitalbereich tätige Tochtergesellschaft eines Kreditinstituts (o.ä.), das meist auch einer der Hauptinvestoren darstellt (Hertz-Eichenrode 2011). „Captive Funds“ weisen meist, durch die Muttergesellschaft beeinflusste, spezielle Corporate Governance-Regularien auf, die für die Investmenttätigkeit problematisch sein können.

**Abbildung 62 Rechtsform der Fonds**

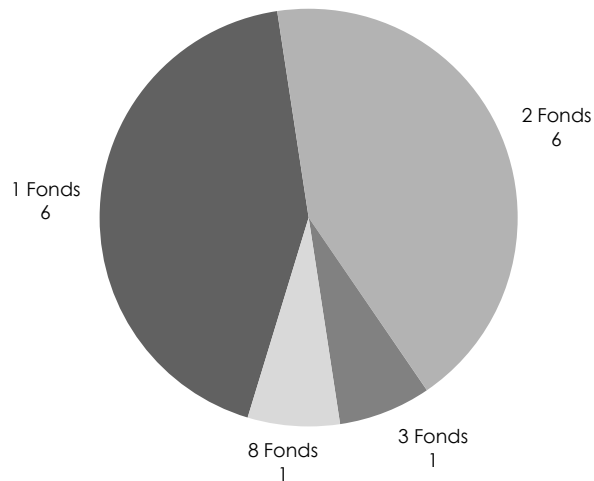


**Abbildung 63 Status der Fonds-Managementgesellschaft**

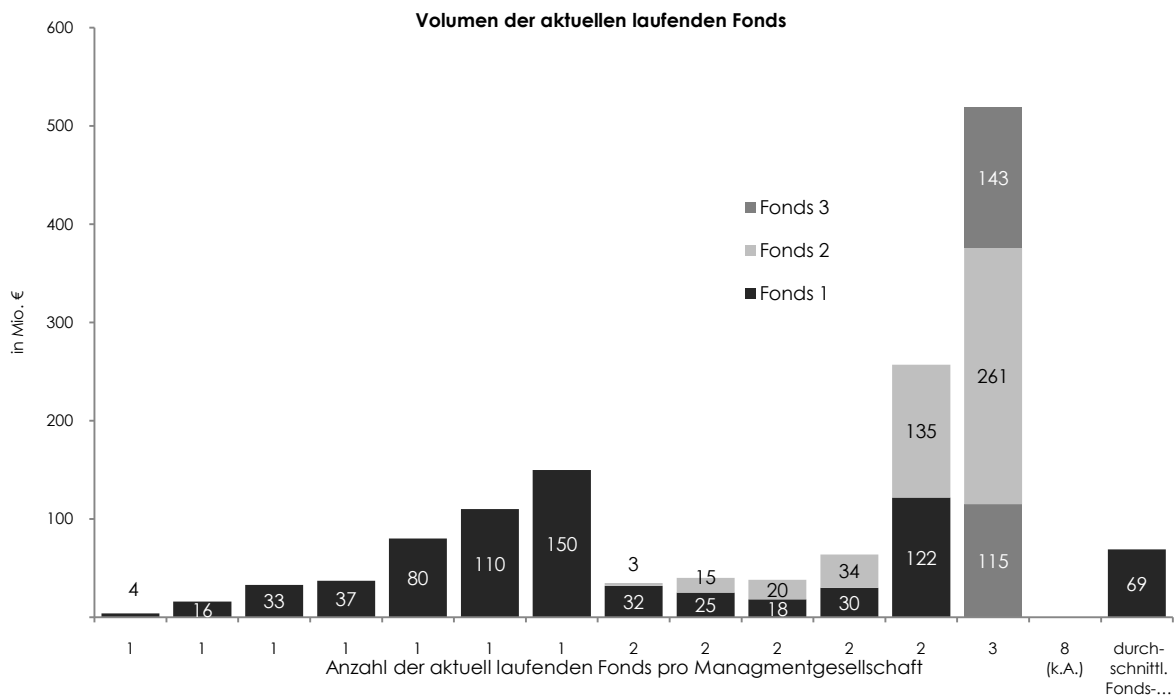


**Abbildung 64 Anzahl der aktuellen laufenden Fonds je Managementgesellschaft**

**Anzahl der aktuellen laufenden Fonds je Managementgesellschaft**



**Abbildung 65 Volumen der aktuellen laufenden Fonds**



### 8.2.2 Fundraising/Investoren-Basis

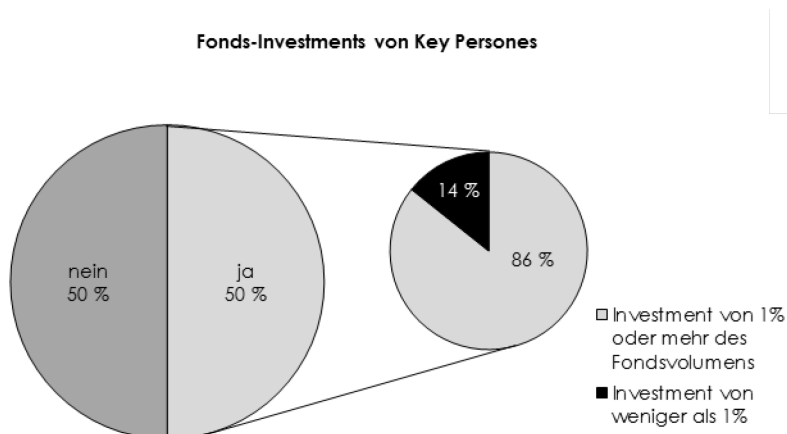
Ein wesentliches Steuerungsinstrument im Fondsmanagement und wichtiges Kriterium beim Fundraising aus Sicht des Investors ist das Kommttment des Fondsmanagements.

Das Management ist in der Regel selbst am Fonds beteiligt, wie dies bei der Hälfte der antwortenden Studienteilnehmer der Fall ist, wobei hier 86% der Schlüsselpersonen mit 1% des Fondsvolumens (oder mehr) beteiligt sind, und die verbleibenden 14% mit weniger als 1% des Fondsvolumens (Abbildung 66).

Das Fundraising durch in Österreich ansässige Fonds ist im Moment aufgrund der Wirtschaftskrise eher die Ausnahme, lediglich 23% der Befragungsteilnehmer befinden sich aktuell in einem Fundraising-Prozess (Abbildung 67).

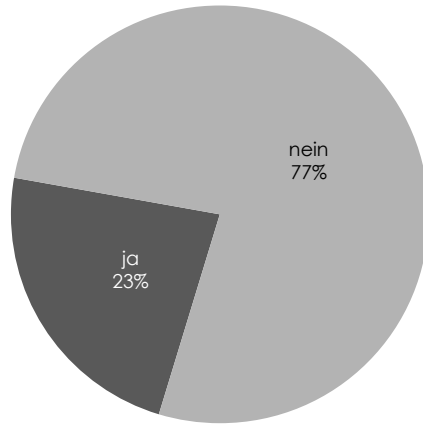
53,8% der Befragungsteilnehmer geben an, dass Fundraisingaktivitäten parallel zu einem laufenden Fonds Beschränkungen wie i) dem erfolgten Abruf von 75% der kommittierten Mittel des aktuell gemanagten Fonds, ii) einem allgemeinen Investitionsstopp des aktuellen Fonds, oder iii) einer erteilten Genehmigung durch den Aufsichtsrat unterliegt. Die Bedingungen sind sehr heterogen und es lässt sich hier kein Trend ablesen. Die Fondsverträge enthalten bei den Befragungsteilnehmern eine Reihe von international üblichen Bestimmungen und Regulierungen, die in Abbildung 69 dargestellt sind. Diese reichen von Clawback- (50%), Key Management- (67%), Change of Control- (67%) und Leaver-Provisions (55%) bis hin zu Bewertungs- (85%) und Reporting-Standards (77%) der EVCA.

**Abbildung 66 Fonds-Investments von Key Persons**



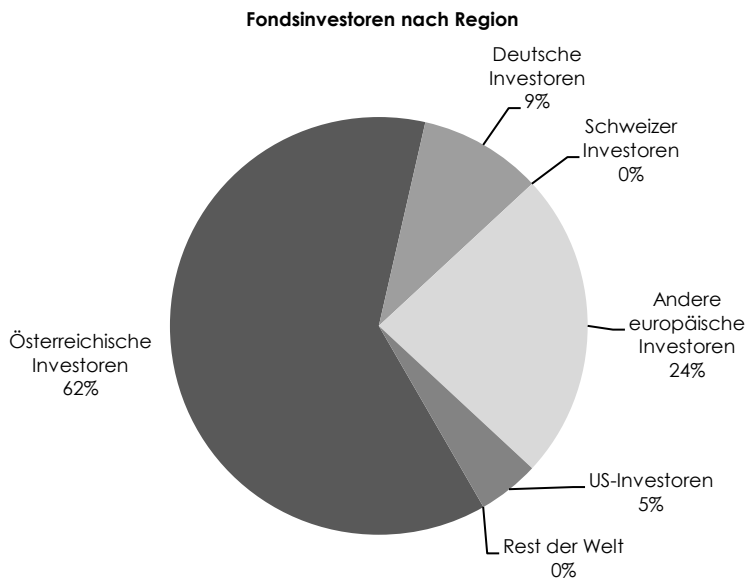
## Abbildung 67 Managementgesellschaft befindet sich aktuell im Fundraising

Managementgesellschaft befindet sich aktuell im Fundraising

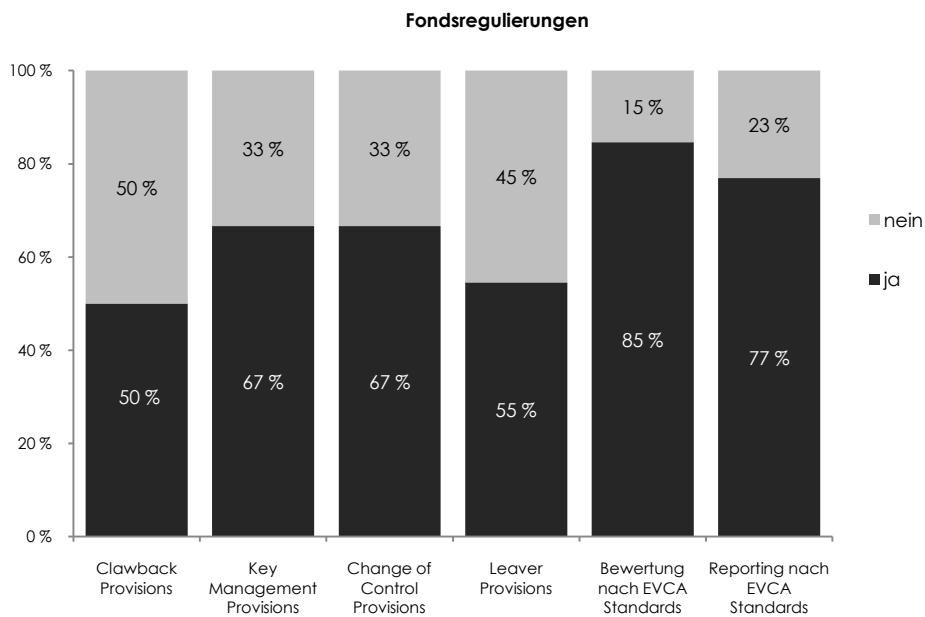


Bei den aktuell zur Verfügung stehenden Fondsmitteln – die diesbezüglichen Rückmeldungen beziehen sich auf den jeweils aktuellsten laufenden Fonds der Befragungsteilnehmer – ist ein Schwerpunkt bei nationalen Investoren zu beobachten. 62% der Fondsinvestoren sind national, 9% aus Deutschland, 24% aus dem übrigen europäischen Ausland. Neben 5% US-Investoren spielen andere globale Märkte als Investoren-Quelle bei der Untersuchungsgruppe keine Rolle (0%), ebenso sind keine Investoren aus der Schweiz bei den Befragungsteilnehmern aktiv (Abbildung 68).

Abbildung 68 Fondsinvestoren nach Region



**Abbildung 69 Fondregulierungen**



### 8.2.3 Investmentaktivitäten

Der Investmentfokus nach Unternehmensphasen folgt der Investmentstrategie des Fonds und muss sich nicht zwangsläufig auf lediglich eine Unternehmensphase konzentrieren. Daher waren bei diesem Fragenkomplex Mehrfachantworten möglich (Abbildung 70). Lediglich 36% der Befragungsteilnehmer geben an, im Venture Capital-Bereich zu investieren und hier geht ein Großteil der Aktivitäten mit „Balanced Venture Capital“ in das Segment des „Early-“ und „Later Stage“-Venture Capital. Der Schwerpunkt der österreichischen Risikokapital-Branche liegt aber nach wie vor in der „Growth“- (64%) und „Buy-out“- (43%) Phase, gefolgt von Mezzanin (29%), generalistisch orientierten Fonds (21%) und Distressed/Turnaround (14%).

Nach Ziel-Branchen für ihre Investments gefragt, geben die Befragungsteilnehmer zu 100% an, an Unternehmen aus der Branche „Business & industrial products“ interessiert zu sein, gefolgt von „Communications“ und „Computer & Consumer Electronics“ (jeweils 86%), und „Business & Industrial Services“ und „Chemicals & Materials“ mit je 71% (Abbildung 71). Die Größen des Erstinvestments und das anvisierte Transaktionsvolumen sind sehr vom Investmentfokus (Phase und Branche) abhängig und lassen sich im Rahmen der Auswertung der Befragungsergebnisse nicht verallgemeinern. 50% der Befragungsteilnehmer können dabei entweder Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligungen eingehen, 21,4% ausschließlich Mehrheitsbeteiligungen und 28,6% ausschließlich Minderheitsbeteiligungen. Bei Minderheitsbeteiligungen sind unterschiedlichste Kontroll- und Schutzrechte wie i) „Tag-along“, ii) „Drag-along“, iii) „Anti-dilution“, iv) Informationspflichten, v) Definition zustimmungspflichtiger Geschäfte, vi) Satzungssonderrechte, vii) Mitveräußerungsrechte und -verpflichtungen, viii) „Liquidation Preference“ oder ix) „Board“-Funktionen vorgesehen.



Die durchschnittliche Zeitspanne von einem unterzeichneten LOI bis zur Investitionsentscheidungen ist sehr unterschiedlich, liegt bei 3-20 Wochen und ist naturgemäß sehr vom vorliegenden Investmentfall abhängig.

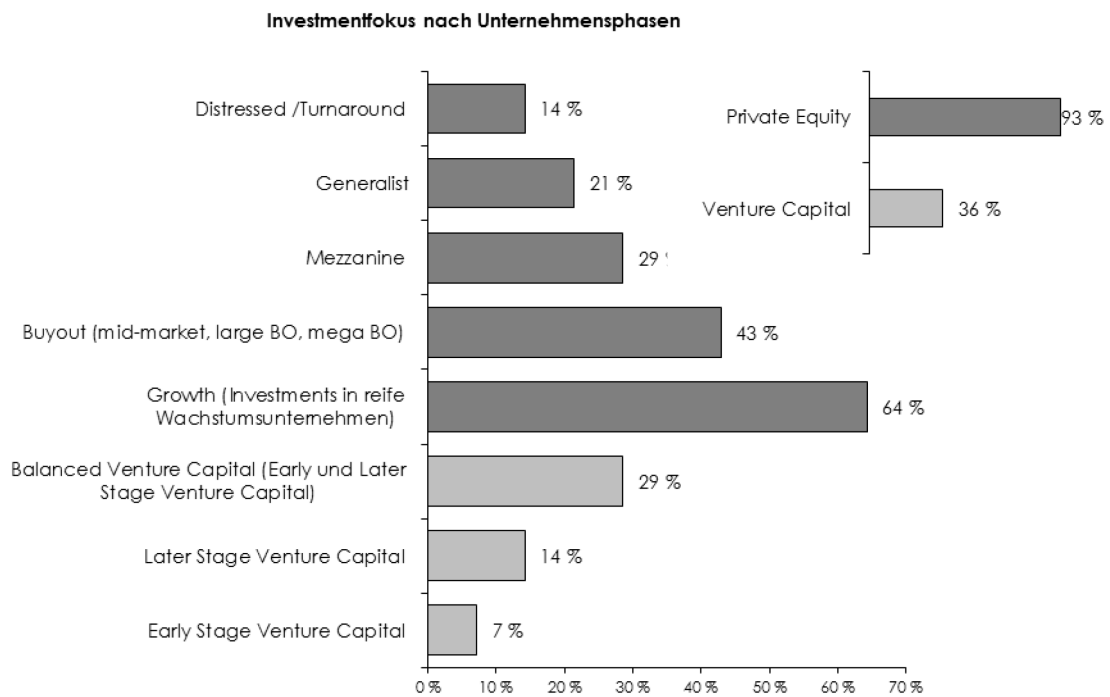
Diese Investmentstrategien finden sich im Wesentlichen in den tatsächlich getätigten Investments (vgl. Kap. 5.1.1, Abbildung 26) wieder. Das Ranking der getätigten Investments zeigt dabei Computer & Consumer Electronics mit 18% aller von österreichischen Fonds getätigten Investments vor Chemicals & Materials (16,8%) und Consumer Goods & Retail (15,8%), Business & Industrial Services (12,4%).

Einzelinvestments unterliegen bei 86% der Befragungsteilnehmer gewissen Beschränkungen, die sich in der Regel auf einen gewissen Prozentsatz des Fondsvolumens beziehen oder in Form absoluter Betragsobergrenzen für ein Einzelinvestment definiert sind.

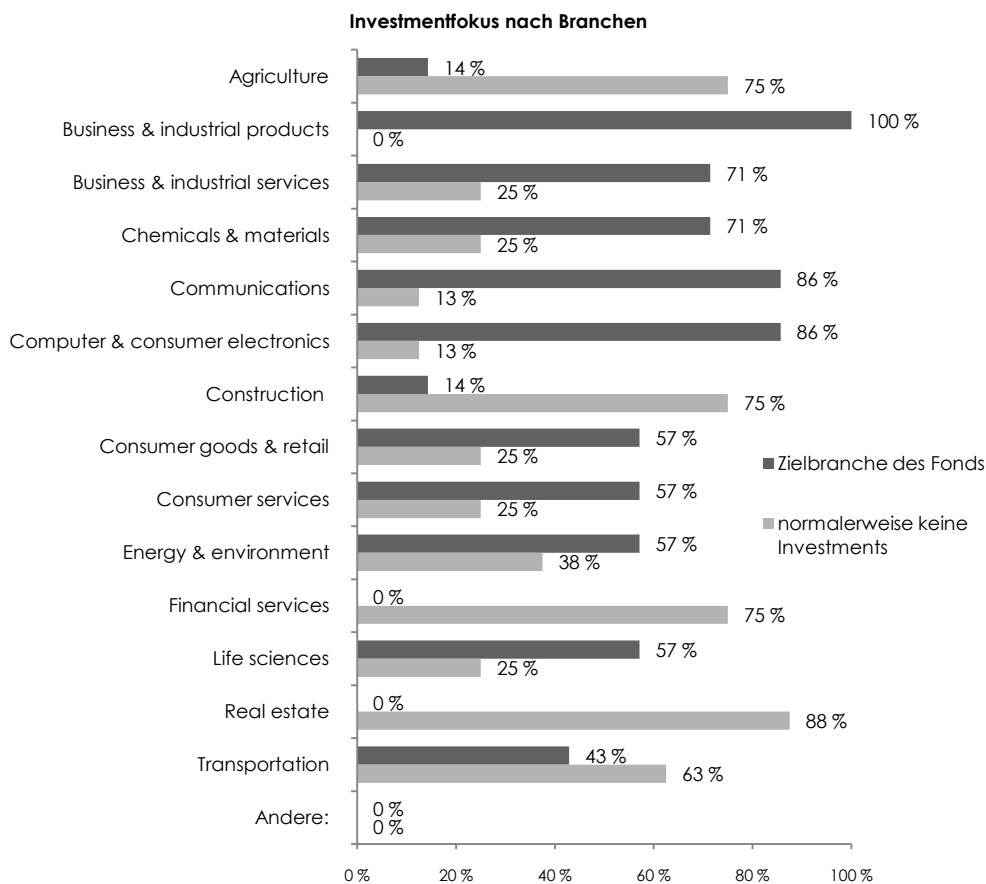
63,6% der Befragungsteilnehmer haben in ihren Fondsverträgen sozial/ethisch motivierte Investitionsbeschränkungen. Sonstige Einschränkungen wie i) ein regionaler Fokus, ii) der Ausschluss von Immobilien-Investments, iii) der Ausschluss von Finanzdienstleistungen nach BWG und WAG, iv) der Ausschluss von Erstinvestments oder v) einem speziellen Fokus auf umweltfreundliche Technologien liegen bei 41,7% der Befragungsteilnehmer vor.

69,2% der Befragungsteilnehmer verfügen über Re-Investitionsmöglichkeiten, was aus Unternehmenssicht vor allem in den zurzeit herrschenden, schwierigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen von großer Bedeutung ist. Unter welchen Bedingungen und in welchem Ausmaß diese Re-Investitionsmöglichkeiten bestehen, ist weit gestreut und zeigt keinen eindeutigen Trend. Die Konditionen gehen von Bestimmungen wie i) einem Exit innerhalb von 12 Monaten, ii) einer Deckelung des Re-Investmentvolumens im Ausmaß der gesamten Management Fee, iii) einer Beschränkung der Re-Investments auf die erzielten Rückflüsse, iv) einer zeitlichen Beschränkung auf 3 Jahre nach Ablauf der Investmentperiode bis hin zu v) keinen generellen Regelungen und Entscheidungen im Einzelfall.

**Abbildung 70 Investmentfokus nach Unternehmensphasen**



**Abbildung 71 Investmentfokus nach Branchen**



### 8.2.4 Corporate Governance

Die Entscheidungsstrukturen der Fonds sind unterschiedlich und von deren Organisationsform bzw. deren Status (captive, nicht captive) abhängig. 57% der Befragungsteilnehmer verfügen über einen Aufsichtsrat, 29% über ein „Advisory Board“. Das „Investment Committee“ ist in 50% der Fälle autonom und in 7% „Captive“, das heißt, der Hauptanteilseigner kommittiert gleichzeitig einen Großteil des Kapitals (Abbildung 72). Zudem verfügen 64% der Befragungsteilnehmer über einen Corporate Governance Kodex (Abbildung 73).

Abbildung 72 Entscheidungsgremien der Fonds

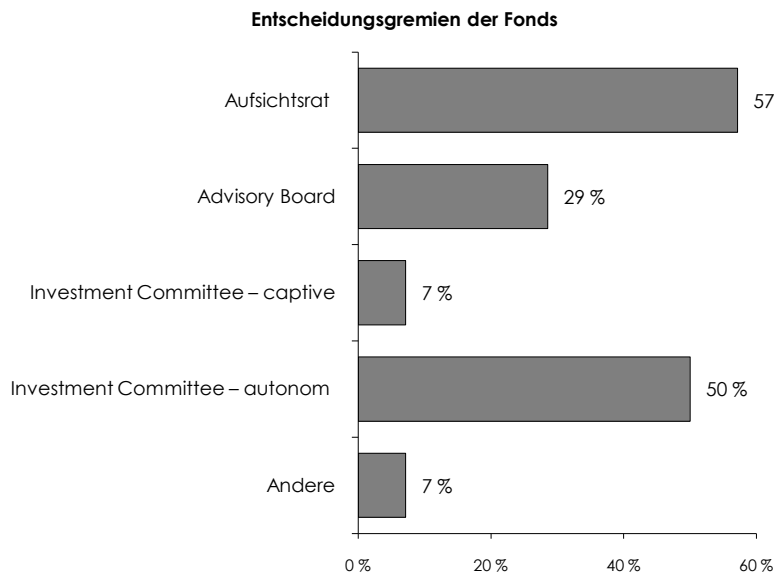
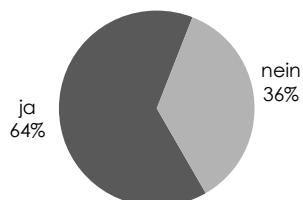


Abbildung 73 Fonds verfügt über Corporate Governance Kodex

Fonds verfügt über Corporate Governance-Kodex



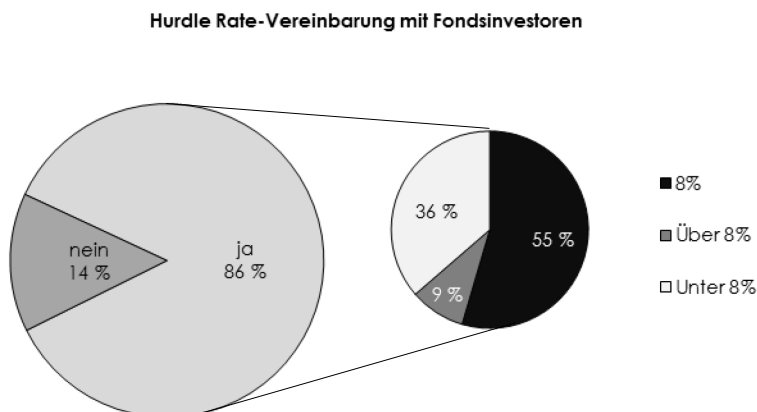
## 8.2.5 Team & Remunerierung

Die Teams der österreichischen Risikokapitalfonds sind sehr klein, 71% der Befragungsteilnehmer geben an, über Teams von 2-3 Fondsmanager zu verfügen. Ein Großteil (43% der Fondsmanager) hat eine durchschnittliche Erfahrung von 7-11 Jahren und 64% der Fondsmanager betreuen pro Kopf jeweils 3-4 Beteiligungen. Die Teams selbst sind als sehr stabil zu bezeichnen. 36% der Fondsmanager sind 6-10 Jahre im gleichen Team tätig (43% 4-5 Jahre).

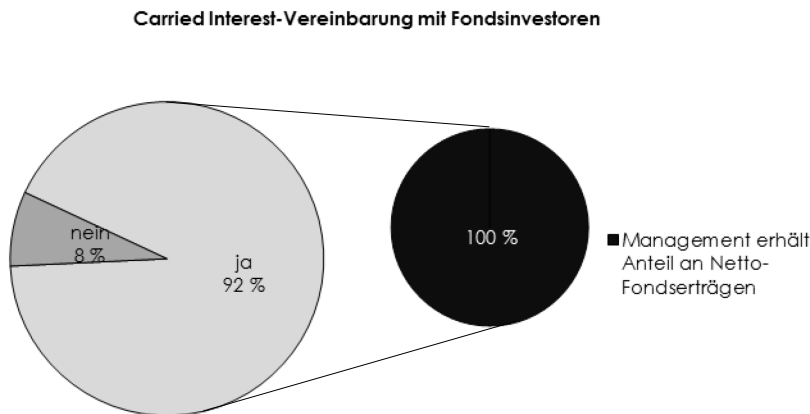
Das Verhältnis Fonds - Investor unterliegt ebenfalls, wie international üblich, strikten Regularien, die in Bezug auf die Remunerierung ebenfalls abgefragt wurden.

Eine sogenannte „Hurdle Rate“, eine Mindestverzinsung der investierten Mittel, wonach der Fondsmanager erst nach Auszahlung dieser Vorzugsverzinsung eine Gewinnbeteiligung („Carried Interest“) erhält (Jesch et al, 2010), liegt bei 86% der Befragungsteilnehmer vor, wovon 55% eine „Hurdle Rate“ von 8% vereinbart haben, 36% liegen unter diesem Wert, und lediglich 9% darüber (Abbildung 74). Eine „Carried Interest“-Vereinbarung mit den Fondsinvestoren liegt bei 92% aller Befragungsteilnehmer vor, wobei hier in jedem Fall (100%) einen Anteil an den Netto-Fondserträgen das Management erhält (Abbildung 75). Dieser „Carried Interest“ liegt in 82% der Fälle bei 20% und in jeweils 9% der Fälle darüber oder darunter (Abbildung 76).

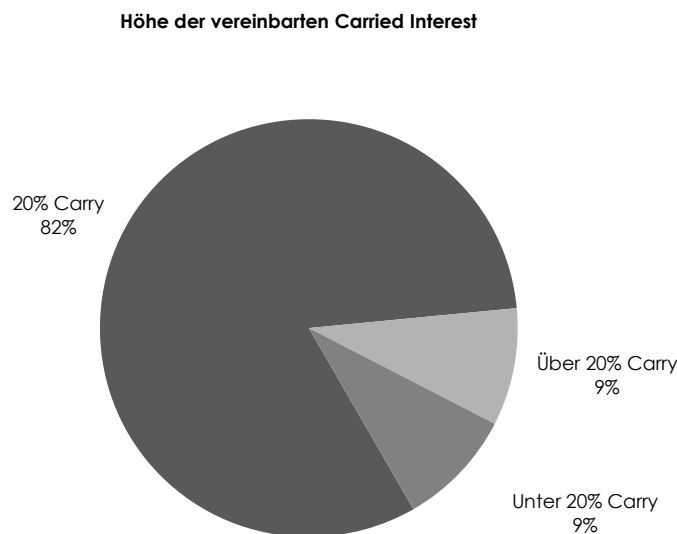
Abbildung 74 Hurdle Rate-Vereinbarung mit Fondsinvestoren



**Abbildung 75 Carried Interest-Vereinbarung mit Fondsinvestoren**



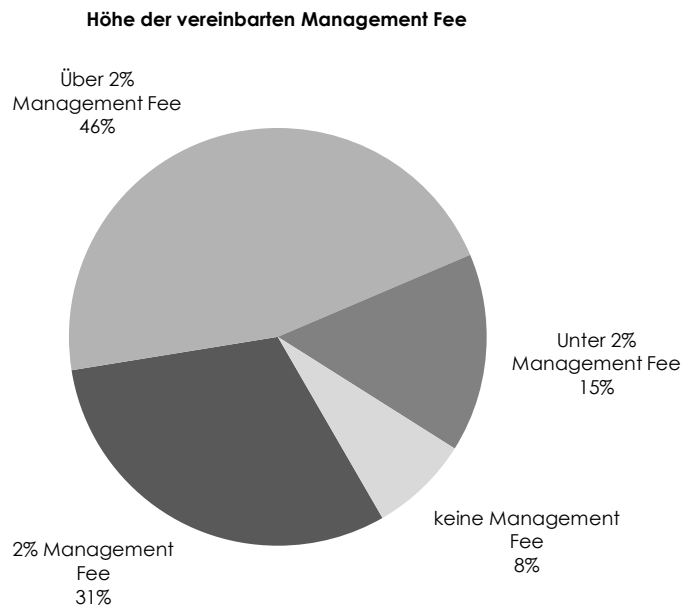
**Abbildung 76 Höhe des vereinbarten Carried Interest**



Das Management des Fonds wird in der Regel über eine sogenannte „Management Fee“ abgedeckt, die sich typischerweise in Prozent entweder des kommittierten Kapitals, des eingezahlten Kapitals, oder anderen Berechnungsgrundlagen definiert. 31% der Befragungsteilnehmer geben an, eine „Management Fee“ in der Höhe von 2% vereinbart zu haben, 15% liegen unter einer „Management Fee“ von 2% und 46% darüber (Abbildung 77). In 91,7% der Fälle dient dabei das kommittierte Kapital als Berechnungsgrundlage während der Investmentperiode, nach der Investmentperiode wird dies in 16,7% der Fälle gleich gehandhabt, in 8,3% der Fälle wird das rückgeführte Kapital vom kommittierten Kapital

abgezogen, in 16,7% der Fälle wird das rückgeführte Kapital vom eingezahlten Kapital abgezogen und 58,3% der Befragungsteilnehmer haben anderen Regelungen. 76,9% der Befragungsteilnehmer haben neben dem „Carried Interest“ und der „Management Fee“ keine weiteren Remunerierungskomponenten vertraglich vereinbart. Die verbleibenden 23% haben zusätzlich „Monitoring Fees“, „Set-up Fees“ und/oder andere Komponenten vereinbart.

**Abbildung 77 Höhe der vereinbarten Management Fee**



### **8.3 INTERPRETATION DER ERGEBNISSE UND VERGLEICH MIT DER INTERNATIONALEN SITUATION**

#### **8.3.1 Rechtliche Struktur**

Hinsichtlich der rechtlichen Struktur der Managementgesellschaften steht in Österreich, im Einklang mit Europa, die GmbH bzw. deren nationale Entsprechung im Vordergrund. Diese sind in der Mehrheit als „independent“ zu klassifizieren.

Die rechtliche Struktur der Fonds wird durch die spezielle rechtliche (Insel-) Situation in Österreich von der MiFiG stark beeinflusst, die im internationalen Vergleich naturgemäß nicht zu beobachten ist. Die Rechtsform der AG (zusammen mit der MFG) dominiert die österreichische Fonds-Landschaft und somit auch die damit einhergehenden Governance- und Management-Probleme der AG (vgl. Kap. 9.1.2, S. 145). Da keine Neugründungen einer MiFiG mehr möglich sind, hat sich inzwischen wie international üblich die KG (und einige nationale Entsprechungen anderer Fondsstandorte) (EVCA, 2012b) als Rechtsform der Fonds durchgesetzt. Hier sind auch bei österreichischen Marktteilnehmern ausländische Spezial-Vehikel entsprechend der jeweiligen nationalen Private Equity-Gesetzgebung vertreten (z.B.: luxemburgische SICAR) sofern der Fondsstandort nicht Österreich ist.

### **8.3.2 Fundraising/Investoren-Basis**

Die Investorenbasis in der österreichischen Risikokapitalindustrie ist mehrheitlich national geprägt. Im Gegensatz dazu spielen österreichische Investoren in europäischen Fondsinvestments keine signifikante Rolle (EVCA, 2011). Europäische Investoren haben lediglich einen Anteil von 33% an den Kapitalkommittments in heimische Risikokapitalfonds. Trotzdem wendet die österreichische Risikokapitalindustrie mehrheitlich europäische Reporting- und Bewertungsstandards an und folgt damit internationalem „Best practice“.

### **8.3.3 Investmentaktivitäten**

Die Investment-Vorhaben und -Aktivitäten sind naturgemäß sehr durch den geographischen Investmentfokus der österreichischen Risikokapitalindustrie geprägt, der i. d. R. im Inland und/oder dem angrenzenden Ausland liegt. Daher ergibt sich auch ein entsprechendes Bild bei der Phasen- und Branchenorientierung der österreichischen Risikokapitalfonds. Hier ist ein direkter Vergleich mit europäischen Marktteilnehmern schwierig, da dieser ebenfalls (neben vielen andere Faktoren) auch vom geographischen Einzugsgebiet und damit von der dort vorgefundenen Branchen- und KMU-Struktur abhängig ist. Es lässt sich jedoch festhalten, dass auch auf europäischer Ebene die Segmente „Growth“ und „Buy out“ stark ausgeprägt sind und den momentan herrschenden aktuellen Trend der österreichischen Risikokapitalindustrie widerspiegeln. Gleiches gilt für die Branchenschwerpunkte, wobei hier festzuhalten ist, dass die Branchen, in die üblicherweise nicht investiert wird (wie z.B. Landwirtschaft) auch international wenig im Fokus von österreichischen Risikokapitalaktivitäten sind (EVCA, 2011).

### **8.3.4 Corporate Governance**

„Corporate Governance“-Strukturen zur objektivierten Abwicklung von Entscheidungsfindungs-Prozessen und zur Regelung des Verhältnisses zwischen Investoren und Fonds sind in einer professionellen Industrie beinahe eine Selbstverständlichkeit. Strukturen wie „Advisory Boards“, „Investment Committees“ bzw. Kombinationen verschiedener Aufsichtsgremien und Mechanismen sind naturgemäß auch bei österreichischen Risikokapitalfonds zu finden. Die durch die dominierende Stellung der AG in Österreich zu findenden Aufsichtsräte sind jedoch international gänzlich unüblich und werfen „Corporate Governance“-Probleme mit Einfluss auf die Investmenttätigkeit auf (vgl. Kap. 9.1.2, S. 145). „Corporate Governance“-Kodizes, wie sie z.B. die EVCA oder die AVCO bietet, sind ebenfalls in einem Ausmaß vertreten, die den europäischen Vergleich nicht scheuen müssen.

### **8.3.5 Team und Remunerierung**

Teamstabilität und Remunerierungs-Regelungen sind wichtige Entscheidungskriterien für Fondsinvestoren. Die „Management Fee“ war in den letzten wirtschaftlich schwierigen Jahren starkem Druck unterworfen und soll in erster Linie die operative Tätigkeit der Managementgesellschaft abdecken und dabei wie international üblich zwischen 1,5% und 2% der Kapitalkommittments betragen. Bei 46% Befragungsteilnehmern liegt diese

„Management Fee“ bei 2% oder darunter, was dem internationalen Standard sehr gut entspricht.

Für die Anfangsphase eines Fonds-Unterfangens – es handelt sich in gewisser Weise auch um ein Start-up – sind die Overheadkosten naturgemäß höher, was in „Set-up Fees“ oder zeitlich befristet höheren „Management Fees“, ebenfalls im international üblichen Ausmaß abgedeckt wird.

Die Anreizsysteme zur Performance-Sicherstellung („Hurdle Rate“, „Performance Fees“) sind ebenfalls international erprobte „Best Practice“-Regelungen, die auch bei den nationalen Playern Anwendung finden.

#### **8.4 ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

Auch wenn die Investitionen der österreichischen Risikokapitalindustrie unter dem europäischen Durchschnitt liegen, so folgen die vertraglichen Grundlagen, die organisatorischen Abläufe und Corporate Governance-Strukturen der österreichischen Fondsmanager qualitativ internationalen „Best Practice“-Ansätzen. Ausnahmen bilden hier die durch die Dominanz der AG am österreichischen Risikokapitalmarkt stark präsenten Aufsichtsrats-Gremien und der im internationalen Vergleich hohe Anteil an „Captive Funds“ mit ihren speziellen Corporate Governance-Regularien. Die rechtlichen Strukturen spiegeln die Gegebenheiten und Möglichkeiten des nationalen Standortes wieder, wie das bei anderen, konkurrierenden Standorten auch der Fall ist.



## **9 Steuerliche Situation für Risikokapital in Österreich im internationalen Vergleich**

Das folgende Kapitel beschreibt mögliche Fondsstrukturen für Risikokapital in Österreich sowie ihre steuerliche Situation, zieht dabei internationale Vergleiche und skizziert die Luxemburger SICAR als „Good Practice“ Beispiel für eine internationale Fondsstruktur. Die Ausführungen stützen sich auf eine Benchmarkingstudie von EVCA und KPMG (EVCA und KPMG, 2008), die die rechtlichen und steuerlichen Umfeldbedingungen in 27 europäischen Ländern erfasst und miteinander vergleicht, sowie auf das Know-how und die internationalen Netzwerke der KPMG Austria.

Das Kapitel gliedert sich in die folgenden drei Abschnitte:

- Bestehende Fondsstrukturen in Österreich im internationalen Vergleich.
- Steuerliche Rahmenbedingungen für Portfoliounternehmen im internationalen Vergleich.
- SICAR als „Good Practice“ Beispiel für eine internationale Fondsstruktur.

### **9.1 BESTEHENDE FONDSSTRUKTUREN IN ÖSTERREICH IM INTERNATIONALEN VERGLEICH**

Risikokapitalfonds können in Österreich auf zumindest drei unterschiedliche Arten eingerichtet werden. Nur eine dieser Möglichkeiten wurde allerdings spezifisch für das Risikokapitalgeschäft geschaffen. Bei den anderen handelt es sich um Formen des Gesellschaftsrechts, die jedem Unternehmen zur Gestaltung seiner steuerlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen offen stehen. Beginnend mit der spezifischen Risikokapitalstruktur, umfassen die drei Alternativen:

- Die Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft (MFG)
- Die österreichische Kapitalgesellschaft
- Die österreichische vermögensverwaltende Personengesellschaft

Inwieweit diese Möglichkeiten für das Risikokapitalgeschäft sinnvoll und förderlich sind, lässt sich ermitteln, indem man die „Standards“, die in Kap. 3.3.2 (vgl. S. 35) näher dargestellt und erläutert wurden, auf die Strukturmerkmale der genannten Alternativen anwendet, um zu prüfen, wie weit sie mit diesen kompatibel sind. Die relevanten „Standards“ umfassen:

- RK-Fonds sind überwiegend „Limited Partnership“ Konstruktionen
- und als Closed-End Fonds organisiert.
- Die Zahlungsströme eines Fonds folgen dem „Capital Call and Return on Exit“ Prinzip.
- RK-Fonds sind soweit wie möglich steuereffizient und
- begründen keine Betriebsstätte für internationale Investoren.

- Die „Corporate Governance“ sieht bestimmte Leitungsgremien vor.
- RK-Fonds vermeiden unangemessene Einschränkung der Investitionstätigkeit soweit wie möglich.

### **9.1.1 Die Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft (MFG)**

Die Mittelstandsfinanzierungsaktiengesellschaft (MiFiG) ist eine Sonderkonstruktion, die im Körperschaftsteuergesetz geregelt wurde (§ 5 Z 14 iVm § 6b KStG alt) und in ihrer Form und Struktur nur in Österreich bestanden hat. Ursprünglich war die 1993 geschaffene MiFiG die dominierende Fondsstruktur in Österreich, die von der weitaus überwiegenden Zahl der österreichischen Risikokapitalgeber genutzt wurde. Sie war gekennzeichnet durch eine Befreiung von der Körperschaftsteuer für Erträge aus Beteiligungen (Steuerneutralität hinsichtlich laufender Erträge als auch Veräußerungsgewinnen/-verlusten und Teilwertabschreibungen) sowie über einen Anlaufzeitraum für Erträge aus Veranlagungen liquider Mittel<sup>57</sup>, sofern die diversen Regulierungsbestimmungen und Relationen des § 6b KStG alt im Rahmen der Fondsaktivitäten eingehalten wurden (Gründungs-, Beteiligungs- und Portfoliobestimmungen). Zusätzlich existiert unter bestimmten Voraussetzungen eine Befreiung von der Gesellschaftssteuer und den Rechtsgeschäftsgebühren für bestimmte Transaktionen.

In den frühen 2000er Jahren führte die Europäische Kommission (EK) eine Voruntersuchung der MiFiG Struktur wegen eines vermuteten Verstoßes gegen das europäische Beihilfenrecht durch. Die Untersuchung und die nachfolgenden Verhandlungen zwischen der Europäischen Kommission und den österreichischen Behörden endeten schließlich in der Abschaffung der MiFiG bzw. in Bestimmungen, die in einer Übergangsfrist für MiFiGs bis zum 31.12.2013 auslaufen, und der zeitlich limitierten Schaffung einer neuen<sup>58</sup>, beihilfenrechtskonformen Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft (MFG) durch das MFG-Gesetz 2007 im Dezember 2007. Die Neuregelung orientiert sich an den „Leitlinien der Gemeinschaft für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikokapitalinvestitionen in kleine und mittlere Unternehmen“ (Amtsblatt Nr. C 194 vom 18.8.2006), deren Gegenstand (temporäre) staatliche Risikokapitalbeihilfen zur Beseitigung von Marktversagen sind.

Gleich wie bisher sehen die MFG-Regelungen eine Steuerbefreiung der MFG-Erträge vor<sup>59</sup>, die an die Beachtung von zum Teil neuer Regulierungsbestimmungen gebunden ist. Dabei sind die folgenden Regelungen im vorliegenden Kontext von besonderer Bedeutung (vgl. § 6b KStG neu):

---

<sup>57</sup> Diese Befreiung ist per 31.12.2010 ausgelaufen.

<sup>58</sup> Die neuen Bestimmungen sind für Neuinvestments nur bis Ende 2012 bzw. für dann bestehende Beteiligungen bis zum ersten Wirtschaftsjahr, das nach dem 31.12.2018 beginnt, anzuwenden.

<sup>59</sup> Die Befreiung von Erträgen aus Veranlagung liquider Mittel ist mit den neuen Regelungen entfallen. Gesellschaftssteuer- und Gebührenbefreiungen sind dagegen weiterhin gültig.

- Gesellschaftsrechtlich muss eine MFG entweder in der Form einer Aktiengesellschaft oder als Gesellschaft mit beschränkter Haftung eingerichtet werden (Rechtsformregel).
- Der Erwerb oder die Erhöhung einer Beteiligung darf € 1,5 Mio. je Zwölfmonatszeitraum nicht überschreiten (1,5 Mio.-Regel).
- Beteiligungen dürfen nicht eingegangen werden, soweit dieses festgesetzte Höchstausmaß bereits durch die Beteiligung einer oder mehrerer Mittelstandsfinanzierungsgesellschaften oder die Gewährung sonstiger Beihilfen ausgeschöpft worden ist (Kumulationsregel).
- Beteiligungen können höchstens 49% des Betriebsvermögens bzw. Nennkapitals des Beteiligungsunternehmens umfassen und dürfen keine beherrschende Stellung vermitteln (Minderheitsbeteiligungsregel).
- Beteiligungen dürfen nicht eingegangen werden an Unternehmen in Schwierigkeiten im Sinne der Leitlinien für staatliche Beihilfen zur Rettung und Umstrukturierung von Unternehmen in Schwierigkeiten sowie an Unternehmen der Industriezweige Schiffsbau, Kohle sowie Stahl.
- Beteiligungen können nur an nicht börsennotierten, kleinen und mittleren Unternehmen<sup>60</sup> mit Sitz in Mitgliedstaaten der Europäischen Union oder Staaten des Europäischen Wirtschaftsraumes unter Einhaltung bestimmter Investitionsbestimmungen erworben werden<sup>61</sup>.
- Die MFG und das MFG-Gesetz 2007 stellen außerdem kein Dauerrecht dar, weil die neuen Bestimmungen nur bis Ende 2012 bzw. für dann bestehende Beteiligungen bis zum ersten Wirtschaftsjahr, das nach dem 31.12.2018 beginnt, anzuwenden sind.

Wendet man auf diese Bestimmungen, die weiter oben angeführten Standards des Risikokapitalgeschäfts an, zeigt sich nur in wenigen Fällen eine Vereinbarkeit.

MFG müssen als Kapitalgesellschaften eingerichtet werden, was im Gegensatz zu der für Risikokapitalfonds üblichen Rechtsform der Kommanditgesellschaft bzw. „Limited Partnership“ steht. Noch viel wichtiger ist aber, dass Kapitalgesellschaften durch das Prinzip der Kapitalerhaltung gekennzeichnet sind, weshalb sich ein „Capital Call and Return on Exit“ System nur sehr mühevoll abbilden lässt. Dividendenausschüttungen sind nur nach einer Gesellschafterversammlung und nur bei Bestehen eines Bilanzgewinns zum davor liegenden Bilanzstichtag möglich und nicht nach jedem durchgeführten Exit, wie das bei Risikokapitalfonds üblich ist. Kapitalzuführungen (in Form von Kapitalerhöhungen oder

---

<sup>60</sup> Gemäß der EU-Definition für kleine und mittlere Unternehmen.

<sup>61</sup> Kleinen Unternehmen darf „Seed“- , „Start-up“- oder Expansionskapital (jeweils gesondert definiert) zur Verfügung gestellt werden, mittleren Unternehmen ist nur „Seed“- und „Start-up“ Kapital. Für mittlere Unternehmen darf auch Expansionskapital bereit gestellt werden, wenn sie in bestimmten Fördergebieten ihren Sitz haben.

Gesellschafterzuschüssen) erfordern einen nicht unerheblichen Administrationsaufwand und sind nicht rasch z.B. zur Bedeckung der „Management Fee“ oder zur Finanzierung einer geplanten Risikokapitaltransaktion möglich.

Kapitalgesellschaften sind auch nicht steuertransparent<sup>62</sup>, sondern stellen auf Ebene des Fonds ein Steuersubjekt dar. Im Falle der MFG ist dieser Punkt aber durch die Steuerbefreiung der Beteiligungserträge partiell entschärft<sup>63</sup>.

Gleich wie die MiFiG sieht auch die MFG keine gesonderten Bestimmungen zur Umsatzsteuerbefreiung der „Management Fee“ vor. In der Vergangenheit haben sich jedoch Praktiken etabliert, um (teilweise) in den Anwendungsbereich der Umsatzsteuerbefreiungen des § 6 Abs. 1 z 8 bzw. § 6 Abs. 1 Z 28 UStG zu kommen. Diese Praktiken konnten bis vor einigen Jahren durch Einzelerledigungen der Finanzämter abgesichert werden. Zwischenzeitig agiert die Finanzverwaltung aber deutlich zögerlicher bzw. kritisch, was zu Lasten der Planungs- und Rechtssicherheit geht. Da die Managementgebühren in der Regel als Fixum vereinbart werden, trifft diese Rechtsunsicherheit vor allem die Fondsmanager.

Die genannten Einschränkungen erzeugen einerseits einen entsprechenden Mehraufwand für die Fondsverwaltung, der vom Fondsmanagement gemeistert werden muss. Andererseits ergeben sich substantielle Schwierigkeiten durch die Einschränkungen der laufenden Investitionsaktivitäten im Rahmen der MFG-Struktur entsprechend der europarechtlichen Beihilfebestimmungen. Eine Größenordnung für Einzelbeteiligungen, bestimmte Aktivitätssegmente oder gar Regionalgebiete für Beteiligungsunternehmen festzulegen, heißt, den Handlungsspielraum der Risikokapitalgeber erheblich einzuschränken. Hinzu kommen noch die zeitlichen Beschränkungen durch das Auslaufen der MFG Regelungen.

Wenn ein Fondsmanagement mit seiner Investitionsstrategie den engen, durch diese Bestimmungen festgelegten Korridor betritt, kann es in Situationen, in denen ein erhöhter Kapitalbedarf eines Portfoliounternehmens besteht, nicht mehr reagieren (z.B. wegen der „1,5 Mio.-Regel“). Auch eine Syndizierung mit einem anderen Beteiligungsgeber ist in solchen Fällen nicht möglich („Kumulationsregel“) und wenn syndiziert werden kann (z.B. mit einer Nicht-MFG), besteht die Gefahr, im Zuge von Kapitalerhöhungen die eigene gesellschaftsrechtliche Position zu schwächen<sup>64</sup>. Diese Gefahr wird zusätzlich erhöht, weil der Gesetzgeber nur Minderheitsbeteiligung zulässt. Gemeinsam mit der „1,5 Mio.-Regel“ führt die „Minderheitsbeteiligungsregel“ außerdem zu einer Beschränkung der Finanzierungsmöglichkeiten für das Wachstum und die Entwicklung von Portfoliounternehmen.

---

<sup>62</sup> Steuertransparenz eines Fonds bedeutet, dass der Fonds kein Ertragssteuersubjekt darstellt und auf Ebene des Fonds daher auch keine Ertragsteuern anfallen. Besteuert werden nur die Investoren in Fonds bzw. die Gesellschafter, wenn es sich beim Fonds um eine steuertransparente Gesellschaft wie z.B. eine Kommanditgesellschaft (KG) handelt.

<sup>63</sup> Als Aspekte der „Intransparenz“ bleiben die Quellensteuerverpflichtung und die im Vergleich zur MiFiG aufgehobene Steuerbefreiung des Veranlagungsbereichs.

<sup>64</sup> Ein Investor drängt einen anderen aus seiner gesellschaftsrechtlichen Entscheidungsposition, weil dieser bei einer oder mehreren Kapitalerhöhung nicht mitziehen kann.

Richtet ein Beteiligungsgeber angesichts der bestehenden Einschränkungen eine MFG ein, wird es für ihn schwer, Kapital von externen Fondsinvestoren einzuwerben. In Kap. 3.3.4 (vgl. S. 40) wurde erläutert, wie wichtig der Entwicklungsgrad des Risikokapitalmarktes und v.a. der „Track Record“ eines Fondsmanagementteams für eine Investitionsentscheidung sind. Unter den Bedingungen bestehender Investitionseinschränkungen können diese beiden Entscheidungsvariablen von Fondsinvestoren aber nicht beurteilt werden. Investitionskapital kann daher ausbleiben. Seit der Einführung der Regelungen zur MFG wurde auch nur ein Fonds als MFG neu gegründet (vgl. BMF, 2012).

### **9.1.2 Die österreichische Kapitalgesellschaft**

Die österreichische Kapitalgesellschaft ist als Struktur für Risikokapitalfonds hinsichtlich der administrativen Schwierigkeiten mit der Kapitalerhaltung gleich zu bewerten wie die MFG. Im Gegensatz zur MFG ist sie allerdings nicht steuerbefreit, dafür aber auch nicht von einschränkenden Investitionsbestimmungen betroffen. Sie kann in Unternehmen jeder Größe und Art, in jeder Region, aus jedem Anlass investieren und dabei auch allgemeine Steuervorteile, wie das internationale Schachtelprivileg<sup>65</sup> nutzen.

Für Investoren und insbesondere für internationale Investoren ist sie aber dennoch nicht attraktiv. Zwar erzeugt sie kein Betriebsstättenproblem, ihre steuerliche Intransparenz führt aber vielfach zu einer Quellensteuerbelastung und administrativen Aufwendungen. Die Zuführung von Eigenkapital verursacht 1% Gesellschaftssteuer vom Wert der Eigenkapitalzufuhr. Die „Management Fee“ für eigenständige Managementgesellschaften ist umsatzsteuerbelastet und verteuert das Fondsmanagement um 20%, da das Fondsvehikel über keinen oder nur eingeschränkten Vorsteuerabzug verfügt. Schließlich sorgen - gleich wie bei der MFG - gesellschaftsrechtliche Bestimmungen für erhebliche Widersprüche mit den „Corporate Governance – Standards“ des Risikokapitalgeschäfts. Im Rahmen einer AG verfügt der Aufsichtsrat im Gegensatz zum „Advisory Board“ über beträchtliche Entscheidungsbefugnisse, die insbesondere auch die Zustimmungspflicht zu Unternehmensbeteiligungen umfasst. Im Rahmen einer GmbH ist die Geschäftsführung oder im Falle von Risikokapitalfonds das Fondsmanagement gegenüber den Eigentümern bzw. Investoren weisungsgebunden. Diese gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen stehen im Widerspruch zu der im Risikokapitalgeschäft üblichen Trennung von Entscheidung und Kontrolle, wie das in Kap. 3.3.2, S. 38 bereits näher erläutert wurde.

Insgesamt kann die österreichische Kapitalgesellschaft daher kaum als geeignete Struktur für Risikokapitalfonds angesehen werden.

---

<sup>65</sup> Das internationale Schachtelprivileg stellt Kapitalerträge aus dem Verkauf von Anteilen an nicht österreichischen Unternehmen, an denen ein Anteil von mindestens 10% für zumindest 1 Jahr gehalten wird, steuerfrei. Dadurch ist es aber für einen österreichischen als Kapitalgesellschaft organisierten Fonds aus ertragsteuerlicher Perspektive attraktiver, in ausländische und nicht österreichische Unternehmen zu investieren.

### 9.1.3 Die österreichische vermögensverwaltende Personengesellschaft

Die österreichische Personengesellschaft in Form einer Kommanditgesellschaft (KG), in der Regel einer GmbH & Co KG, ist das Pendant zur im internationalen Risikokapitalgeschäft stark vertretenen „Limited Partnership“ (LP). Wie die LP ist auch die österreichische KG nicht durch das Prinzip der Kapitalerhaltung geprägt, sodass sie ohne große administrative Aufwendungen als „Closed-End Fonds“ konzipiert werden kann, bei dem die Zahlungsströme nach dem „Capital Call and Return on Exit“ - System organisiert sind. Die „Corporate Governance“ kann ganz nach den üblichen Prinzipien des Risikokapitalgeschäfts eingerichtet werden, weil sich die Beziehungen zwischen den „Stakeholdern“ und die Abläufe innerhalb einer Personengesellschaft vertraglich weitgehend autonom gestalten lassen und die Investitionsaktivitäten der Risikokapitalgeber nicht durch Sonderbestimmungen eingeschränkt werden.

Personengesellschaften sind zwar nach den österreichischen Ertragssteuerprinzipien steuertransparent<sup>66</sup>, dies schließt jedoch nicht aus, dass sich für ausländische Investoren eine Betriebsstätte ergeben könnte, die sie im Inland steuerpflichtig werden lässt (Betriebsstättenproblem). Eine Betriebsstätte ist gegeben, wenn die Personengesellschaft als gewerblich tätig und nicht nur vermögensverwaltend qualifiziert wird. Die österreichischen Einkommensteuerrichtlinien geben für die Abgrenzung zwischen Gewerbebetrieb und Vermögensverwaltung nur eine allgemeine, abstrakte Orientierungshilfe (EStR Rz 5418 ff): Vermögensverwaltung liegt vor, wenn Vermögen genutzt wird und ist eine auf Fruchtziehung aus zu erhaltendem Substanzwert gerichtete Tätigkeit. Eine im Vermögen begründete betriebliche Tätigkeit ist durch Ausnutzung substanzieller Vermögenswerte mittels Umschichtung oder durch zusätzliche über die Aufgaben einer Verwaltung hinausgehende Tätigkeiten und Leistungen gekennzeichnet.

Im Gegensatz zur deutschen Finanzverwaltung hat sich das österreichische BMF zu diesem für Risikokapitalfonds wichtigen Thema nie allgemeingültig in Erlassform geäußert, sodass erhebliche Rechtsunsicherheit besteht und eine Vorabstimmung mit dem jeweils örtlich und sachlich zuständigen Finanzamt im Einzelfall angestrebt werden muss. Die Praxis zeigt, dass die Finanzämter dieses Thema sehr unterschiedlich beurteilen. Ein rechtsmittelfähiger Auskunftsbeseid gemäß § 118 BAO<sup>67</sup> kann zu diesem Themenkomplex nicht eingeholt werden. Ein Fondsinitiator ist somit auf den „Goodwill“ des zuständigen Finanzamtes angewiesen, wenn eine (unverbindliche) Einzelerledigung eingeholt wird.

Im Falle von Beteiligungen an ausländischen Zielgesellschaften können Kapitalerträge aus dem Beteiligungsgeschäft für österreichische Investoren allenfalls steuerbefreit sein, wenn die Beteiligung durchgerechnet durch den als Personengesellschaft eingerichteten Risikokapitalfonds den Anforderungen des internationalen Schachtelprivileg genügt.<sup>68</sup>

---

<sup>66</sup> Die Gesellschaft selbst ist kein Ertragssteuersubjekt, sondern die Gesellschafter werden besteuert.

<sup>67</sup> Bundesabgabenordnung

<sup>68</sup> Würde ein Investor z.B. einen 20% Anteil an einem als österreichische vermögensverwaltende Personengesellschaft eingerichteten Fonds halten und der Fonds einen 50% Anteil an einem

Verrechnet der Komplementär<sup>69</sup> z.B. eine „Management Fee“ gegenüber dem als KG eingerichteten Fonds, dann fällt keine Umsatzsteuer an (Leistungsvereinigung statt Leistungsaustausch), sodass auch dieses Kriterium der Steuereffizienz erfüllt wäre. Bei einer solchen Lösung übernimmt die Managementgesellschaft die volle Haftung für die Verbindlichkeiten des Fonds.

Wird ein solcher Fonds - wie meist üblich - als GmbH & Co KG geführt, ist er allerdings gesellschaftssteuerpflichtig (vgl. weiter oben S. 145) und damit auf Ebene des Fonds wieder nicht gänzlich steuertransparent.

Insgesamt wäre die österreichische Personengesellschaft in Form einer GmbH & Co KG eine für das Private Equity Geschäft gut geeignete Fondsstruktur, gäbe es nicht ein beträchtliches Maß an Rechtsunsicherheit bezüglich ihrer vermögensverwaltenden Stellung und zumindest teilweise eine steuerliche Intransparenz bedingt durch die Gesellschaftsteuer.

Die von der EVCA und KPMG durchgeführte Benchmarkingstudie (EVCA und KPMG, 2008, S. 18) vergibt auf einer Skala von 1 bis 3 (1 stellt dabei die beste Bewertung dar) Punkte für die Kategorien „Appropriate fund structure“, „Transparency domestic“, „Transparency non-domestic“, „Permanent establishment exemption“, „VAT on Management fee“, „Undue restrictions“ und ermittelt so bezüglich Fondsstrukturen einen durchschnittlichen Wert von 2 für Österreich. Der europäische Schnitt liegt bei 1,5 und damit spürbar besser. In der Bewertung der 27 europäischen Länder landet Österreich in der Kategorie „Fondsstrukturen“ daher im untersten Viertel des Rankings.

## **9.2 STEUERLICHE RAHMENBEDINGUNGEN FÜR PORTFOLIUNTERNEHMEN IM INTERNATIONALEN VERGLEICH**

Das Angebot von Risikokapital innerhalb eines Landes ist eng verbunden mit den Umfeldbedingungen für die Gründung, die Entwicklung und das Wachstum von eigentümergeführten Unternehmen und KMU, denn vornehmlich in dieser Gruppe von Unternehmen entsteht der spezifische Finanzierungsbedarf, der durch Risikokapital gedeckt werden soll. Wesentliche Bestandteile der angesprochenen Umfeldbedingungen sind aber wieder die steuerlichen Regelungen und Anreize, um junge Unternehmen rasch weiterentwickeln, Forschungsanstrengungen vorantreiben, nationale und internationale Forschungskompetenz binden und Technologietransfer ermöglichen zu können.

Aus diesem Grund haben EVCA und KPMG in ihrer Benchmarking Studie auch einen Schwerpunkt bei den steuerlichen Rahmenbedingungen für Portfoliounternehmen gesetzt, die sie wieder in unternehmensspezifische und in F&E-spezifische Anreize unterteilt haben.

---

Beteiligungsunternehmen, so wäre der durch die steuertransparente Gesellschaft durchgerechnete Anteil am Unternehmen 10%, was wiederum der Mindestbeteiligung zur Anwendung des internationalen Schachtelprivilegs entspricht. Die Veräußerungserlöse aus einem solchen Beteiligungsverhältnis wären für den betroffenen Investor damit steuerfrei, wenn die weiteren Voraussetzungen des § 10 KStG erfüllt sind.

<sup>69</sup> Eine Funktion, die z.B. die Fondsmanagementgesellschaft übernehmen kann.

Bei den unternehmensspezifischen Anreizen zeigt sich Österreich leicht unter dem europäischen Schnitt. Die Benchmarkingstudie bemängelt, dass Österreich über keine eigenständigen steuerlichen Anreize zur Unterstützung junger innovativer Unternehmen verfügt und keine verringerten Steuersätze für KMUs bietet. Positiv schlägt dagegen zu Buche, dass österreichische Unternehmen – abgesehen von Ausnahmen - ihre Zinskosten für Kredite von unverbundenen Dritten und bei „Related Parties“ bei fremdüblichen Konditionen und Bedingungen zur Gänze von der Steuer absetzen können. Insgesamt kommen EVCA und KPMG zu einer Wertung von 2,5 für Österreich auf der bereits eingeführten Skala von 1 bis 3, wohingegen der europäische Schnitt bei knapp über 2 liegt. Die fehlenden Anreize ziehen dabei naturgemäß die Bewertung nach unten, die Absetzmöglichkeiten für Zinsen werden dagegen mit dem „höchsten“ Punktemaß von 1 bewertet.

Bei den F&E-spezifischen Anreizen schneidet Österreich im Gegensatz zur vorhergehenden Kategorie spürbar über dem europäischen Schnitt ab. EVCA und KPMG weisen für Österreich einen Wert von rund 1,5 aus, wohingegen der europäische Schnitt bei 2 liegt. Allerdings hat sich seit der Erstellung der Benchmarkingstudie das Anreizszenario in Österreich deutlich verändert. Die unterschiedlichen Formen von Forschungsfreibeträgen („Frascati-FFB“, „FFB für volkswirtschaftlich wertvolle Erfindungen“ und „FFB für Auftragsforschung“<sup>70</sup>) wurden zu Gunsten einer von 8% auf 10% erhöhten Forschungsprämie abgeschafft. Die Vorteile des neuen Systems liegen darin, dass alle Unternehmen mit eigenen F&E-Aufwendungen, vor allem auch Unternehmen ohne Gewinn, die von einem Freibetrag nicht profitieren konnten, und Unternehmen, die für ihre Vorhaben keine Direktförderung beantragt oder erhalten haben, nun die Prämie auf der Basis ihrer F&E-Aufwendungen in Anspruch nehmen können. Hinzu kommt, dass im Zuge des Stabilitätsgesetzes 2012 bei der Auftragsforschung die Deckelung der begünstigten Forschungsaufwendungen von € 100.000 auf € 1 Mio. erhöht wurde. Somit kann nun eine jährliche Forschungsprämie für Auftragsforschung von bis zu € 100.000 in Anspruch genommen werden (vgl. WKÖ, 2012a). Die Forschungsprämie wirkt sehr breit, sodass sowohl die eigenbetriebliche Forschung als auch die Auftragsforschung unter die Prämienbegünstigung fallen und damit jedenfalls die meisten der von EVCA und KPMG als wichtig erachteten Segmente erfasst sind, wie „R&D business expenditure“, „R&D capital expenditure“, „Contracting researchers“, „Cooperation firms and research institutes“.

Zu erwähnen bleibt schließlich, dass mit dem 1. Stabilitätsgesetz 2012 dem § 108c EStG Bestimmungen angefügt wurden (Inkrafttreten 1.1.2013), die neue qualitativ/administrative Kriterien für die Erlangung einer Forschungsförderung einführen. Der Antragsteller wird sich um ein Gutachten der Forschungsförderungsgesellschaft mbH (Bestätigung dem Grunde nach) und eine Bestätigung eines Wirtschaftsprüfers (Bestätigung der Höhe nach) bemühen müssen.

---

<sup>70</sup> Vgl. dazu BMWFJ, 2008



### **9.3 SICAR ALS BEISPIEL FÜR RISIKOKAPITALFONDSSTRUKTUREN**

Die Luxemburger SICAR (Société d'investissement en capital à risque) wurde 2004 als eigenständige Struktur für Risikokapitalfonds eingerichtet. In der Benchmarking Studie erhält sie mit einem Gesamtwert von 1,33 nicht die beste Note, weil sie zum Veröffentlichungstermin der Studie noch keine vollständige Steuertransparenz für nationale und internationale Investoren geboten hatte<sup>71</sup>. Sie hat aber mit ihren Regulierungskomponenten eine gewisse Vorbildfunktion für AIFMD übernommen und ist somit wahrscheinlich eines der besten Beispiele dafür, wie Risikokapitalfondsstrukturen in Zukunft sinnvoll gestaltet werden können.

Bei der SICAR handelt es sich im Grunde um eine mit Rechtssicherheit und einem steuergünstigen Regime ausgestattete Regulierung des Risikokapitalgeschäfts, die aber in Form der Fondsstruktur freiwillig gewählt werden muss. Das heißt, der Betrieb des Risikokapitalgeschäfts in Luxemburg zwingt nicht automatisch zum Betrieb einer SICAR. Wenn sie allerdings freiwillig gewählt wird, muss man sich auch den regulatorischen Vorgaben unterwerfen.

Wer eine SICAR als Fondsstruktur wählt, kann die gesellschaftsrechtliche Form seines Fonds frei bestimmen, welcher dadurch sowohl als Kapitalgesellschaft als auch als Personengesellschaft oder in der Mischform einer KG auf Aktien eingerichtet werden kann.

Der Fonds kann als Einzel-SICAR betrieben werden oder es kann eine „Umbrella“-Struktur eingerichtet werden, die den Betrieb mehrerer Fonds neben oder nacheinander ermöglicht und dadurch erhebliche administrative Einsparungen erlaubt.

Einkünfte einer nicht steuertransparenten SICAR<sup>72</sup>, die aus Wertpapieren sowie aus einer Veräußerung, Einlage oder Liquidation dieser Wertpapiere stammen, sind steuerbefreit. Darüber hinaus ist die Veräußerung von SICAR-Anteilen durch Gesellschafter von der Einkommensteuer befreit und eine solche SICAR ist auch nicht vermögenssteuerpflichtig<sup>73</sup>. Schließlich fallen auch bei Einlagenrückzahlungen oder Gewinnausschüttungen keine Quellensteuern an.

Eine steuertransparente SICAR unterliegt gleich wie ihre steuerintransparente Form weder der Einkommen-, Vermögens- noch der Körperschaftsteuer. In diesem Fall gilt das aber, weil sie steuertransparent ist und daher überhaupt kein Steuersubjekt darstellt. Für die luxemburgische Umsatzsteuerverwaltung gilt die SICAR als Unternehmer im Sinne des Umsatzsteuerrechts, sodass sie sich grundsätzlich in Luxemburg für umsatzsteuerliche Zwecke registrieren lassen muss. Die an eine SICAR erbrachten Managementleistungen („Management Fee“) sind in Luxemburg aber von der Umsatzsteuer befreit.

---

<sup>71</sup> Seit einer Gesetzesnovelle Ende 2008 besteht auch im Rahmen der SICAR durch die Wahl einer geeigneten Rechtsform die Möglichkeit, vollständige Steuertransparenz zu erlangen.

<sup>72</sup> Z.B. SICAR in der Form einer Kapitalgesellschaft oder KG auf Aktien

<sup>73</sup> SICARs haben auch keine Gesellschaftssteuer zu entrichten, weil die Gesellschaftssteuer in Luxemburg vor einigen Jahren zur Gänze abgeschafft wurde.

In ihrer steuertransparenten Form erfüllt die Luxemburger SICAR damit alle in der Einleitung zu diesem Kap. 7.1 genannten Kriterien und sollte in einer aktualisierten Fassung der Benchmarkingstudie von EVCA und KPMG daher auch die höchste Wertung von 1 erreichen.

Alle diese steuerlichen und rechtlichen Vorteile stehen einer regulatorisch, administrativen Seite gegenüber, sodass eine SICAR zumindest drei Gruppen von externen Dienstleistungen – eine Zentralverwaltung, eine Depotbank sowie einen Wirtschaftsprüfer – zukaufen muss, die von der luxemburgischen Aufsichtsbehörde zertifiziert sind. Sinn dieser Maßnahme ist es, ein hohes Maß an Transparenz und Abwicklungssicherheit für die Geschäftstätigkeit der SICAR sicherzustellen.

Insgesamt bietet die Luxemburger Fondsstruktur damit für Risikokapitalgeber bzw. Fondsmanagementteams ein steuergünstiges und rechtssicheres Investitionsvehikel bei moderaten administrativen Kosten (allerdings erst für Fonds ab € 100 Mio. Fondsvolumen) und für Investoren in Risikokapitalfonds ein hohes Maß an Transparenz, Vertrags- und Abwicklungssicherheit.

#### **9.4 ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

In Österreich stehen zumindest drei Alternativen für das Einrichten von Risikokapitalfonds zur Verfügung. Die MFG-Struktur wurde als zeitlich befristeter Nachfolger der bisherigen MiFiG mit Ende 2007 als Reaktion auf Verhandlungen mit der EK zu vermuteten Widersprüchen mit dem europäischen Beihilfenrecht eingeführt. Die MFG-Konstruktion läuft allerdings bald aus, da ihre Bestimmungen nur bis Ende 2012 bzw. für dann bestehende Beteiligungen bis zum ersten Wirtschaftsjahr, das nach dem 31.12.2018 beginnt, anzuwenden sind. Anders als die MFG unterliegen Kapitalgesellschaften keinen Einschränkungen ihrer Investitionsaktivitäten, sie sind aber von Nachteilen, wie einer fehlen Steuertransparenz und weiteren administrativen Schwierigkeiten betroffen. Im Gegensatz dazu entspricht die österreichische vermögensverwaltende Personengesellschaft weitgehend den internationalen Gepflogenheiten des Risikokapitalgeschäfts. Fonds als Personengesellschaften sind allerdings durch Rechtsunsicherheit bezüglich ihrer vermögensverwaltenden Stellung gekennzeichnet. Eine von EVCA und KPMG durchgeführte Benchmarking Studie zu steuerlichen und rechtlichen Umfeldbedingungen in 27 europäischen Ländern reiht Österreich in der Kategorie „Fondsstrukturen“ daher auch nur ins unterste Viertel des Gesamtrankings.

Wesentlich besser und deutlich über dem europäischen Schnitt schneidet Österreich dagegen bei den F&E-spezifischen Anreizen für Unternehmen ab. Aus Sicht des Risikokapitalmarktes sind solche unternehmens- und forschungsfreundlichen Umfeldbedingungen wichtig, weil sie die Zielgruppe für Risikokapitalinvestitionen betreffen.

Ein gutes internationales Beispiel für eine Risikokapitalfondsstruktur bietet die Luxemburger SICAR, die nicht nur die internationalen Standards des Risikokapitalgeschäfts sehr gut abbildet, sondern als regulierte Fondsstruktur auch eine gewisse Vorbildfunktion für die bis Mitte 2013 europaweit umzusetzende AIFMD (vgl. Kap. 15, S. 196) übernommen hat. SICAR Strukturen werden daher auch eine entsprechende Rolle bei der praktischen Umsetzung der neuen europaweiten Regulierungsbestimmungen zum Risikokapitalgeschäft übernehmen.

## **10 Durchsicht der aws Förderinstrumente**

In Kap. 3.3.5 (vgl. S. 42) wurde erläutert, dass Förderungen mit einem Bestimmungsfaktor für die Funktionsweise des Marktes für Risikokapitalinvestitionen in Unternehmen darstellen. Im Zuge der Expertengespräche mit österreichischen Risikokapitalgebern hat sich gezeigt, dass sie fallweise sogar als Hemmnis für die Frühphasen- und Wachstumsfinanzierung mit Risikokapital auftreten können (vgl. Kap. 11.2.2, S. 169).

Vor diesem Hintergrund wird im folgenden Kapitel das für den Risikokapitalmarkt und für die Frühphasenfinanzierung von jungen technologieorientierten Unternehmen (JTU) relevante Förderangebot der aws einer kritischen Durchsicht unterzogen. Als Quelle werden dabei sowohl Informationen auf der aws Webseite verwendet, die Aufschluss über die wesentlichen Designelemente der Programme geben, als auch Auskünfte der aws, die entweder schriftlich oder im Zuge von Gesprächen an die Studienautoren übermittelt wurden.

- Im nun Folgenden wird zu jeder Gruppe von risikokapitalrelevanten Förderinstrumenten für JTU ein strukturierter Überblick über das aws-Angebot gegeben und
- das verfügbare Instrumentarium in Bezug zu
  - seinem Einfluss auf den Risikokapitalmarkt,
  - seiner Komplementarität zu privaten Risikokapitalinvestitionen und
  - seinem Potential private Risikokapitalinvestitionen zu substituierengesichtet und eingeschätzt.

Die Resultate des verwendeten Untersuchungsansatzes sind dabei nicht als Evaluierungsergebnisse zu interpretieren, die Auskunft über das tatsächliche Förderverhalten der aws geben. Es handelt sich ausschließlich um eine Durchsicht der Designelemente des Förderinstrumentariums anhand von schriftlichen Unterlagen und ergänzenden Auskünften. Daraus lassen sich Aussagen darüber ableiten, ob die Instrumente aufgrund ihres Aufbaus und ihrer Konstruktion substitutiv zu Risikokapital wirken können und auch ob und wo mögliche Gefahrenpotentiale für eine solche Substitutivität bestehen.

### **10.1 ÜBERBLICK UND EINSCHÄTZUNG DES RISIKOKAPITALRELEVANTEN ANGEBOTES AN FÖRDERUNG FÜR JTU**

Das bestehende Förderangebot der aws für „High-Tech Unternehmen in/vor Gründung“ und für „Bestehende High-Tech Unternehmen“ verfügt über eine große Spannbreite unterschiedlicher Instrumente, die die aws selbst in die Bereiche „Kredit“, „Zuschuss“, „Garantien und Haftungen“ sowie „Service und Dienstleistungen“ untergliedert. Hinzu kommen zwei Initiativen, die sich nicht unmittelbar an Unternehmen richten, sondern an Risikokapitalfonds mit einem Investitionsschwerpunkt auf österreichische Frühphasenunternehmen.

### 10.1.1 Kredite

#### Überblick

Der Bereich „Kredit“ umfasst das „erp-KMU-“, und das „erp-Technologieprogramm“, die beide zu zinsgünstigen Konditionen ein Kreditvolumen zwischen € 100.000 und 7,5 Mio. pro Projekt anbieten, das mit langen Laufzeiten und einer tilgungsfreien Periode von zumindest 2 Jahren ausgestattet ist. Die Kredite werden über die erp-Treuhandbanken an die Fördernehmer vergeben und sind damit zu banküblichen Konditionen besichert. Über eine Kombination mit den aws Garantien können aber auch Projektrisiken abgesichert werden.

Die beiden Programme unterscheiden sich in den Details der Kreditlaufzeiten und der tilgungsfreien Zeit, die sie den Fördernehmern bieten sowie in den Zielgruppen, die sie anvisieren und in der Ausrichtung der Projekte, die gefördert werden. Das erp-KMU-Programm richtet sich an wachstumsorientierte KMU, mit technologisch anspruchsvollen Investitionsprojekten, wie Neugründungen oder Betriebsansiedlungen, Modernisierungs-, Erweiterungs- und Internationalisierungsinvestitionen. Das Technologieprogramm ist bezüglich der Zielgruppe breiter angelegt, richtet sich allgemein an bestehende Unternehmen mit Betriebs- oder Forschungsstätte in Österreich und adressiert Projekte zur Forschungsüberleitung im vorwettbewerblichen Bereich. Inhaltliche Schwerpunkte werden in den Segmenten Energie-, Umwelttechnik und Biotechnologie gesetzt.

#### Einschätzung

Da sich Risikokapital erheblich von der Kreditfinanzierung unterscheidet (vgl. dazu Kap. 4.2, S. 50) und die beiden üblicherweise in einer Komplementaritätsbeziehung (vgl. Kap. 4.2.1, S. 51) zu einander stehen, lässt sich auf den ersten Blick für das aws Kreditangebot eine positive Auswirkung auf den österreichischen Risikokapitalmarkt erwarten. Die bereitgestellten Kreditmittel helfen allfällig investiertes Risikokapital zu leveragen und erhöhen gerade für kleine und junge technologieorientierte Unternehmen die Bereitstellung von Fremdmitteln, zu denen sie aufgrund ihrer hohen Finanzierungsrisiken sonst wahrscheinlich keinen Zugang gehabt hätten<sup>74</sup>. Mit Hilfe der Förderung werden allerdings auch Finanzierungsmittel zu zinsgünstigen Konditionen für Finanzierungs- und Projektrisiken zur Verfügung gestellt, die sonst nur von Eigenkapitalgebern oder Mezzaninfinanziers investiert worden wären. Nur diese Finanziers<sup>75</sup> sind sonst in der Lage, hohe Finanzierungsrisiken zu tragen und zu managen. Dadurch könnte eine gewisse Substitutionsbeziehung zwischen Fördermittel und Risikokapital entstehen, die umso enger wird, je mehr an Risiko der Fördergeber bereit ist zu übernehmen. Aufgrund der großen Unterschiede zwischen den beiden Formen von Kapital (vgl. dazu auch Kap. 11.2.2, S. 169), die sich in der Art der Bereitstellung, der Risikoübernahme, den Mitspracherechten, den Anreizstrukturen und in der aktiven Unterstützung bei der Unternehmensentwicklung

---

<sup>74</sup> Im Fall der erp-Kredite gilt das, wenn sie mit aws Garantien kombiniert werden, die Finanzierungsrisiken übernehmen.

<sup>75</sup> In vielen Fällen handelt es sich dabei eben nicht um einzelne Instrumente, sondern um einen Instrumentenmix im Rahmen einer strukturierten Finanzierung.

widerspiegeln, sind solche Substitutionsbeziehungen allerdings sehr unwahrscheinlich. Hinzu kommt, dass sicherlich die meisten der durch die aws geförderten Projekte nicht über eine ausreichende Risikokapitalfähigkeit<sup>76</sup> verfügen und daher ohne die erp-Kredite auch nie die Mittel zur ihrer Durchführung akquiriert hätten. Von einer tatsächlich spürbaren Substitutionswirkung zwischen dem aws-Kreditangebot und Risikokapital kann daher nicht ausgegangen werden.

### **10.1.2 Zuschüsse**

#### Überblick

„Zuschüsse“ vergibt die aws im Rahmen von mehr als zehn Instrumenten, die sich wieder grob in die Segmente „Intellectual Property“, „Gründungsunterstützung“, „Technologietransfer“ und „Kreativwirtschaft“ einteilen lassen. Bei Zuschüssen handelt es sich um Fördergelder, die projektgebunden an bestimmte Zielgruppen von Förderwerbern vergeben werden und nicht rückerstattet werden müssen. Sie sind daher mit Eigenkapitalqualität ausgestattet (vgl. dazu Kap. 3.3.5, S. 42).

Im Rahmen von „Intellectual Property“ (IP-Finanzierung) werden Zuschüsse zur Finanzierung von Schutzrechten in Schwellenländern und außereuropäischen Wachstumsmärkten vergeben. Das IP-Segment ist dabei wieder Teil einer komplementären Instrumentenfamilie, die z.T. dem Segment „Service- und Dienstleistungen“ angehört.

Die „Gründungsunterstützung“ umfasst zwei Formen des Gründungsschecks: Die „PreSeed“ Unterstützung sowie das Seedfinancing, ergänzt um die Beratungsinitiative „Management auf Zeit“. Der Technologie- und der Investitionsscheck sind zwar gleich aufgebaut und bieten einen De-minimis-Zuschuss in Höhe von € 1.000 für die ersten tausend Einreicher, sie fokussieren aber im ersten Fall auf die Unterstützung innovations- und technologiebasierter Beratungskosten und im zweiten Fall auf alle eigen- oder fremdfinanzierten Investitionen im Rahmen von Gründungsprojekten. Die „PreSeed“ Unterstützung erfolgt als nicht-rückzahlbare Zuschussförderung für alle Kosten von High-Tech Unternehmen in der Vorgründungsphase bis zu einem Maximalbetrag von € 200.000, die im Zuge der wissenschaftlichen Durchführung sowie der Überprüfung und Vorbereitung der wirtschaftlichen Verwertung eines Vorgründungsprojekts entstehen. „PreSeed“ ist zwar für alle Branchen offen, setzt aber Schwerpunkte im „IKT“ sowie „Physical und Life Science“ Bereich. „Seedfinancing“ unterscheidet sich von den anderen bisher genannten Instrumenten durch die Verwendung eines bedingt rückzahlbaren Zuschusses bis zu einem Gesamtvolumen von max. € 1 Mio. Im Rahmen der Gründung innovativer High-Tech-Unternehmen werden Gründungs- und Markterschließungs-, Personal- sowie Studien-, Konzeptkosten und Betriebsmittel etc. in Tranchen bezuschusst („Staging“ der Finanzierung). Die Zuschussförderung muss aber dann in Abhängigkeit vom Unternehmenserfolg wieder

---

<sup>76</sup> Risikokapitalfähige Investitionsprojekte bieten eine realistische Chance den Unternehmenswert in drei bis fünf Jahren zu verdoppeln bzw. zu verdreifachen. Außerdem ist Risikokapital eine Form der Unternehmens- und weniger der Projektfinanzierung, so dass eine reine Projektfinanzierung für Risikokapitalgeber meist auch nicht in Betracht kommt.

zurückbezahlt werden. Voraussetzung für die Förderung ist unter anderem ein angemessener, privat finanzierter Anteil an den geförderten Kosten. Die Seedfinancing-Initiative deckt alle Branchen ab, setzt dabei aber die gleichen Schwerpunkte wie die „PreSeed“ Unterstützung.

Das Segment „Technologietransfer“ („ProTrans“) unterstützt Kooperationen mit universitären und außeruniversitären Forschungseinrichtungen durch nicht rückzahlbare Zuschüsse bis max. € 300.000.

Für die „Kreativwirtschaft“ enthalten die Zuschussförderungen gleich drei auf einander abgestimmte Instrumente, die die Abschätzung der wirtschaftlichen Machbarkeit für geplante Produkte, Verfahren oder Dienstleistungen genauso fördern, wie ihre Entwicklung, Anwendung und Marktüberleitung sowie Projekte mit „Best-Practise“-Charakter zur Professionalisierung und Stärkung von Unternehmen der Kreativwirtschaft.

### Einschätzung

Anders als Kredite sind Zuschüsse und insbesondere nicht rückzahlbare Zuschüsse wegen ihres Eigenkapitalcharakters eng mit Risikokapital verwandt. Auf dieser Basis sind auch enge Substitutionsbeziehungen möglich, welche die Entwicklung des Risikokapitalmarktes bremsen können. Für stark wachstumsorientierte Unternehmen können öffentliche Förderungen im Gegensatz zu Risikokapital meist nicht ausreichende Finanzierungsvolumina und auch keine aktiven, anreizgetriebenen Unterstützungsleistungen anbieten (vgl. dazu auch Kap. 11.2.2, S. 169). Dadurch verringert sich einerseits die Gefahr von Verdrängungseffekten, weil die öffentliche Förderung das Risikokapital nicht vollständig ersetzen kann. Andererseits kann die Situation eintreten, dass Unternehmen auf ambitioniertere, nur mithilfe von Risikokapital finanzierbare Projekte verzichten, um eine weniger ambitionierte aber für sie angenehmere Finanzierung mit öffentlichen Förderungen zu wählen.

Das Angebot der aws zeigt aber gerade bei den Zuschüssen ein gut angepasstes Nischenverhalten zur aktuellen Ausprägung des österreichischen Risikokapitalmarktes. Bei den Technologie- und Investitionschecks handelt es sich um De-minimis Förderungen in der Höhe von € 1.000, die einer Anerkennung für die Bereitschaft zur Unternehmensgründung gleich kommen und damit so gut wie keinen Bezug zum österreichischen Risikokapitalmarkt aufweisen.

Die „PreSeed“ Unterstützung und das „Seedfinancing“ Programm sind dagegen eng auf einander abgestimmte Fördermaßnahmen, die gut in die aktuelle Lücke am österreichischen Risikokapitalmarkt passen und Finanzierungsmittel in der Vorgründungs- und Gründungsphase von JTU bereitstellen, die sonst nicht verfügbar wären. Sobald eine bestehende Lücke mit öffentlicher Initiative ausgefüllt wird, ist es andererseits schwer, sie im Zuge einer Weiterentwicklung des Risikokapitalmarktes mit privatem Geld nach und nach zu substituieren. Maßnahmen diese Art sollten daher auch mit Umsicht und Gespür umgesetzt und laufend an aktuelle Marktentwicklungen angepasst werden. Aufgrund ihrer Stellung als zentrales Förderorgan im Risikokapitalbereich ist die aws allerdings auch gut ausgestattet, um diese Aufgabe wahrzunehmen.

Ähnlich wie „PreSeed“ und „Seedfinancing“ adressieren auch die Initiativen der „impulse“-Familie die frühen unternehmerischen Entwicklungsphasen, in diesem Fall aber mit einem Schwerpunkt auf der Kreativwirtschaft. Damit gelten die gleichen Argumente wie für die bereits besprochenen Frühphasenprogramme.

Bei den verbleibenden Zuschussförderungen „ProTrans“ und „IP.Finanzierung“ handelt es sich um spezialisierte Instrumente, bei denen die Unterstützung von Forschungsk Kooperationen und die Finanzierung von Schutzrechten für „Intellectual Property Rights“ im Mittelpunkt stehen. In beiden Fällen kann keine Substitutionsbeziehung zu Risikokapital ausgemacht werden. Risikokapitalgeber haben die gesamte Unternehmensentwicklung im Auge und müssen dementsprechend große Kapitalbeträge investieren. Unterstützungen, die ausgewählte Geschäftsaktivitäten fokussieren, sind dabei willkommen und wirken jedenfalls komplementär zu allfälligen Risikokapitalinvestments.

### **10.1.3 Haftungen und Garantien**

#### Überblick

In den Bereich „Haftungen und Garantien“ fallen die Initiativen „Double Equity“, „KMU-Innovationsförderung - Unternehmensdynamik“ und die „Garantien für Investitionen in Österreich“ in ihren vier unterschiedlichen Ausformungen. Unter Garantie wird dabei die Verpflichtung der aws verstanden, für einen künftigen Schaden/Verlust aus einer Kreditfinanzierung des Fördernehmers zu haften. Die Haftung wird dabei von der aws zu deutlich vergünstigten Konditionen etwa im Vergleich zu marktüblichen Bankgarantien übernommen.

„Double Equity“ zeichnet sich durch einen klaren Fokus auf neu gegründete oder neu übernommene KMUs aus, die nicht älter als 5 Jahre sein dürfen. Förderbar sind betriebliche Aufwendungen, wie Investitionen und Betriebsmittel nicht jedoch Sanierungen bis zu einer max. Haftungsübernahme von 80% auf ein Finanzierungsvolumen von höchstens € 2,5 Mio.

Die „KMU-Innovationsförderung-Unternehmensdynamik“ zielt auf innovative Investitionsprojekte wachsender KMU. Gefördert werden Investitionen und Betriebsmittelfinanzierungen mit einem max. Finanzierungsvolumen von bis zu € 2,5 Mio. und einer Haftungsübernahme von höchstens 80%. Anders als „Double Equity“ ist die vorliegende Initiative eine Kombinationsförderung aus Haftung und Zuschuss, so dass neben der Haftung von Finanzierungskrediten auch nicht rückzahlbare Zuschüsse von bis zu 5% der förderbaren Kosten gewährt werden.

Die „Garantien für Investitionen in Österreich“ umfassen vier unterschiedliche Initiativen mit dementsprechend vier unterschiedlichen Schwerpunkten:

- Auf Investitionen mit Umweltschutzcharakter,
- auf Investitionen zur Errichtung, Erweiterung oder Modernisierung von Betrieben und Produktionsanlagen, zur Durchführung von Innovationen sowie zum Kauf von Unternehmensanteilen,
- auf Garantien von Mezzaninfinanzierungen privater Investoren für Investitionen wie beim vorhergehenden Schwerpunkt und schließlich

- auf Investitionen in F&E- sowie Innovationsvorhaben bei Fehlen materieller Sicherheiten.

Das maximale aws-Obligo beträgt jeweils € 7,5 Mio. bei einer Garantiequote von höchstens 80%. Unter bestimmten Voraussetzungen kann das Garantieangebot auch mit anderen Initiativen wie z.B. den oben skizzierten erp-Krediten kombiniert werden.

### Einschätzung

Haftungen und Garantien sind derivative Instrumente, die immer an ein Basis- oder Grundgeschäft gebunden sind. Im Falle der aws werden Kreditfinanzierungen, oder strukturierte Finanzierungen (wie z.B. im Rahmen der Garantien für beihilfefreien Mezzaninfinanzierungen) mit einer Quote von maximal 80% garantiert. Als derivative Instrumente sind sie aber immer und automatisch komplementär zu ihrem Basisgeschäft und führen aufgrund des durch die Garantie gesenkten Risikos zu einem Investitionsanreiz. Nur dann wenn das Basisgeschäft substitutive Wirkungen entfaltet, wirkt auch die Garantie substitutiv und verstärkt dadurch die Gesamteffekt. Vor dem Hintergrund der bisherigen Einschätzung des Förderdesigns ist eine Konkurrenz- oder Substitutionsbeziehung zu Risikokapitalinvestitionen daher nicht auszumachen.

## **10.1.4 Service- und Dienstleistungen**

### Überblick

Auch das „Service- und Dienstleistungs“-Angebot der aws ist sehr vielfältig und umfasst neben den bereits erwähnten Initiativen zu „Intellectual Property“ („discover.IP“ und „IP.Verwertung“), den „Markt.Chancen.Check“, die „Markt und Technologierecherchen – Tecnet“, die „Bonitätsanalyse“, die „Technologieangebote“ sowie „i<sup>2</sup> - die Börse für Business Angels“.<sup>77</sup>

Die zur Verfügung gestellten Leistungen sind meist nicht kostenfrei, sondern müssen von den Nutzern bezahlt werden. Die Förderungskomponente liegt vermutlich im Umstand, dass die Leistung überhaupt zur Verfügung gestellt wird und dass die Bereitstellung zu erschwinglichen Kosten für die Fördernehmer erfolgt.

Im Rahmen von „Intellectual Property“ werden detaillierte Erhebungen des bestehenden geistigen Eigentums von KMU erhoben und analysiert sowie Unterstützung bei der Vermarktung aussichtsreicher Innovationen und bei der Durchsetzung geistiger Eigentumsrechte auf Erfolgsbasis angeboten.

Der „Markt.Chancen.Check“ durch Experten der aws dient der Analyse des Produktportfolios und der Zielmärkte von technologieorientierten KMU sowie der Aufdeckung des Potentials für eine Neuausrichtung der involvierten Unternehmen.

---

<sup>77</sup> Von der aws bereitgestellte Softwareprogramme sind dabei nicht erfasst.



„Tecnet“ bietet Recherchen zu vom Kunden definierten Themen und Fragestellungen samt bedarfsgerechter Aufbereitung der Information und richtet sich vor allem an JTU und technologieorientierte KMU.

„Bonitätsanalyse“ richtet sich an KMU und soll helfen, Stärken, Schwächen, Chancen und Risiken der Leistungsnehmer aufzuzeigen. Bei den „Technologieangeboten“ handelt es sich um Vermittlungsdienste der aws zur Verwertung von Patenten in unterschiedlichen Technologiesegumenten.

„I<sup>2</sup>“ ist die österreichische Börse für Business Angels, die seit mehr als einem Jahrzehnt kapitalsuchende Unternehmen mit einem großen Marktpotential, hohen Wachstumschancen, USP und einem qualifizierten Management anhand strukturierter Informationen mit interessierten informelle Investoren (Business Angels) zusammenbringt.

### Einschätzung

Auch für den Service und Dienstleistungsbereich sind keine Konkurrenz- oder Substitutionsbeziehungen zu Risikokapital zu erwarten. Das Angebot von Expertise und Know-how bei Markt- oder Patentrecherchen sowie bei Patenanmeldungen, das sonst vielleicht nicht verfügbar ist, unterstützt Unternehmen bei der Durchführung ihrer Geschäftspläne und wirkt damit komplementär zu Risikokapitalinvestitionen. Vermittlungs- und Matchingaktivitäten zwischen informellen Risikokapitalgebern und interessierten (Frühphasen-)Unternehmen wie sie von i<sup>2</sup> angeboten werden, sind ein gutes Beispiel für diese Komplementarität von der keine Verdrängungswirkung für privates Kapital, sondern im Gegenteil eine klare Impulswirkung für die Weiterentwicklung des Marktes ausgeht.

## **10.1.5 Spezifische Risikokapitalinitiativen**

### Überblick

Neben dem direkten Förderangebot für innovative und technologieorientierte KMU verfügt die aws auch

- über zwei „Fund of Fund“ Initiativen („VC-Initiative“, „Cleantech-Initiative“), die indirekt mit Hilfe von Investitionen in Risikokapitalfonds („Fund of Fund“ Aktivitäten) Unterstützung für forschungs- und technologieorientierte Unternehmern in der Gründungs- und Wachstumsphase bieten sowie
- über den aws Mittelstandsfonds, der Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Mittel direkt in mittelständische Wachstumsunternehmen zu marktkonformen Konditionen investiert.

Die vergangenen Ausschreibungen im Rahmen der Fund of Fund Initiativen im Jahr 2011 waren für die „VC-Initiative“ mit € 5 Mio. und für die „Cleantech-Initiative“ mit € 6 Mio. dotiert. In beiden Fällen fokussiert die aws auf unabhängige Managementteams mit „Track Record“ und Erfahrung im Beteiligungsmanagement und besonders mit Erfahrung beim Umgang mit der Zielgruppe. Neben einer klaren Abgrenzung der Investitionsschwerpunkte für potentielle Zielfonds, beinhalten die Ausschreibungsunterlagen auch klare Vorgaben zu den Fondsstrukturen, zur „Corporate Governance“, zum „Fundraising“ und zu einem angemessenen Fondsvolumen für die Umsetzung der Investitionsstrategie des

Risikokapitalfonds und der aws. Darüber hinaus werden eine professionelle Fundraising-Dokumentation von interessierten Risikokapitalgebern eingefordert, eine klare Abgrenzungen der „Investmenttickets“ (Anteil des aws Investments am Fonds) vorgenommen und das Verfahren für die Investitionsentscheidung transparent gemacht.

Die beiden „Fund of Fund“ Initiativen sind allerdings im Unterschied zum übrigen Angebot der aws nicht als Förderungen konzipiert. In ihren Ausschreibungsleitfäden weist die aws explizit darauf hin, dass „die Beteiligung zu marktkonformen Konditionen erfolgt, das heißt, die aws beteiligt sich zu gleichen Konditionen wie die privaten Investoren.“ (vgl. dazu aws, 2011).

Der aws Mittelstandfonds richtet sich an österreichische mittelständische Unternehmen in der Expansionsphase, die bis zu 500 Mitarbeiter beschäftigen und einen Umsatz von min. € 2 Mio. aufweisen. Investiert werden Mittel zu marktkonformen Konditionen zwischen € 300.000 und 5 Mio., die über eine Laufzeit von bis zu 10 Jahren zur Verfügung gestellt werden. Als Finanzierungsanlässe gelten z.B. die Entwicklung neuer Produkte und Verfahren, der Vertriebsaufbau und die Markterschließung, Internationalisierungen etc.

Beteiligungsinvestitionen des Mittelstandfonds durchlaufen typischer Weise die Phasen „Erstkontakt und Grobanalyse“, „Vorvertrag (Term Sheet)“ und „Due Diligence“, bevor es zu einem „Vertragsabschluss“ kommt und die Mittel tatsächlich fließen können.

Die Beteiligungsdauer beträgt in der Regel 5 bis 10 Jahre. Danach kommt es zum Exit des Mittelstandfonds, der durch Abschichtung stiller Beteiligungen aber auch durch Wandlungen, Fusionen, Börsengänge, „Trade Sales“ sowie anhand anderer Exitszenarien erfolgen kann.

### Einschätzung

Die „Fund of Fund“ Initiativen der aws sind ganz ähnlich aufgebaut wie die Implementierungsrichtlinien der GIF-Initiativen, die durch den EIF gemanagt werden (vgl. Kap. 17.2, S. 212). Sie richten sich unmittelbar auf die Angebotsseite des Risikokapitalmarktes in Österreich, um die Bereitstellung externen Eigenkapitals für ausgewählte Zielgruppen von Unternehmen und bestimmte inhaltliche Schwerpunkte zu ermöglichen.

Die Ausschreibungsunterlagen stellen dabei auf die wesentlichen Aspekte ab, die auch im internationalen Fundraising von professionellen Fondsinvestoren eingefordert werden, wie einen geeigneten „Track Record“, eine angemessene „Fondsgröße“, die Einhaltung von „LPA“ und „Corporate Governance“ „Standards“ sowie Belege über die bisherige Performance.

Die Initiativen sind professionell aufgebaut und basieren damit auf internationalen „Good Practice“ Standards<sup>78</sup>, so dass an ihrem positiven Einfluss auf die fokussierten Segmente des

---

<sup>78</sup> Nicht den internationalen Standards entspricht die, in den Ausschreibungsunterlagen eingeforderte Richtgröße für Risikokapitalfonds von nur € 30 Mio. Fondsvolumen. Sinnvoller Weise wurde diese Vorgabe nicht an internationale „Standards“, sondern an die österreichische Realität angepasst, um

Risikokapitalmarkts nicht zu zweifeln ist. Allerdings bleibt dieser Einfluss mit der geringeren Größe der ausgeschütteten Mittel zumindest für 2011 auch einigermaßen beschränkt. Selbst für kleine österreichische Fonds mit einem Volumen von nur € 30 Mio. beträgt der Anteil der vollen Ausschreibungssumme nicht mehr als knapp 17% (im Fall der Cleantech-Initiative 20%). Sollten im Zuge einer Ausschreibung zwei Kandidaten investiert werden, würde sich dieser Anteil noch halbieren. In einer auch weiterhin enorm schwierigen Fundraisingsituation erscheinen solche Investitionsbeträge aber zu gering, um ein deutliches, positives Signal für andere Investoren auszustrahlen und ein Fundclosing wesentlich zu erleichtern.

Bei der Bemessung der Investitionsvolumina sollte man sich eher an der Ausschreibung für die VC-Initiative im Jahre 2010 orientieren, die immerhin mit € 15 Mio. ausgestattet war. Darüber hinaus hat die aws 2011 mit einem „Fund of Fund“ Investment in Höhe von € 10 Mio. ein sehr positives Beispiel für Ihre Aufbauarbeit am österreichischen Risikokapitalmarkt geliefert. Hier ist es gelungen einen auf Wachstumsunternehmen spezialisierten österreichischen Risikokapitalgeber auf Schiene zu bringen und ein „First Closing“ des neuen Fonds zu ermöglichen.

Der aws Mittelstandsfonds bietet Eigenkapital und eigenkapitalähnliche Mittel für Wachstumsvorhaben mittelständischer Unternehmen zu marktkonformen Konditionen. Aus Sicht des europäischen Beihilfenrechts ist er damit als „Reasonable Private Investor“ zu qualifizieren<sup>79</sup>, der seine Mittel in gleicher Weise investiert wie andere österreichische „Growth“ und Teile der „Buy-out“ Investoren. Da er sich wie jeder andere Risikokapitalgeber am Markt verhält, steht er auch in voller Konkurrenz zu diesen, so dass seine Aktivitäten substitutiv wirken, solange er nicht bestimmte Bereiche des Marktes bedient, die von privaten Anbietern nicht oder nicht ausreichen versorgt werden. Auch wenn er in unmittelbarer Konkurrenz zu privaten Risikokapitalgebern auftritt, ist das aus beihilfenrechtlicher Sicht nicht problematisch, solange er wie ein privater Investor agiert.

In dem Ausmaß in dem der Mittelstandsfonds allerdings keine Eigenkapitalinvestitionen, sondern stille Beteiligungen oder wie es das Konjunkturbelebungs-gesetzes 2008 in seinen Erläuterungen festlegt, „Atypisch Stille Beteiligungen“ durchführt<sup>80</sup>, ist er als Mezzanin- und nicht als Eigenkapitalgeber einzustufen, der dem privaten Eigenkapitalangebot überwiegend komplementär gegenüber steht. Substitutivität würde vor allem dann entstehen, wenn Investitionen des Fonds mit einer überschießenden Risikobereitschaft getätigt würden oder die Finanzierungsinstrumente auf systematische Weise mit anderen aws Förderungen kombiniert würden. Die Durchsicht der Unterlagen hat allerdings keinerlei Anhaltspunkte für diese Art von Substitutivität erbracht und nach Aussagen der aws widersprechen solche

---

auch österreichischen Risikokapitalgebern die Chance für eine Teilnahme an den beiden Initiativen einzuräumen.

<sup>79</sup> So wie das auch in den Erläuterungen des Konjunkturbelebungs-gesetzes 2008 festgeschrieben wurde (vgl. KGB 2008, Erläuterungen, Besonderer Teil, zu lit. h).

<sup>80</sup> vgl. KGB 2008, Erläuterungen, Besonderer Teil, zu lit. h.

Kombinationen auch der Investitionspraxis des Mittelstandsfonds, der gleich wie ein privatwirtschaftlicher Investor agiert.

Im Rahmen der Aktivitäten des aws Mittelstandsfonds sollte beim Angebot von echtem Eigenkapital also darauf geachtet werden, Bereiche zu bedienen, die durch das private Angebot an Risikokapital nicht oder nur unzureichend abgedeckt werden. Beim Angebot von Stillen Beteiligungen sollt die herrschende Praxis beibehalten werden, um Substitutivitätseffekte von vornherein auszuschließen, die sich aus der Kombination von Förder-, Finanzierungs- und Garantieinstrumenten ergeben könnten.

Wie ORF und andere österreichische Medien berichtet haben, bereiten das Bundesministerium für Wirtschaft, Familie und Jugend sowie das Bundesministerium für Finanzen weitere spezifische Risikokapitalinitiativen vor, die sich auf die Unterstützung von Jungunternehmer richten. Mit einer Positionierung solcher Maßnahmen in der Frühphase unternehmerischer Aktivitäten wird angesichts der schwierigen Situation v.a. in diesem Segment sicher eine wichtige Initiative gesetzt. Die Wirkungen aus den geplanten Maßnahmen können noch gehebelt werden, wenn man darauf achtet, das Interesse internationaler Risikokapitalinvestoren an österreichischen JTU weiter zu forcieren. Zusätzlich unterstützt wird diese Entwicklung durch die ebenfalls neu vereinbarte Zusammenarbeit der aws mit dem EIF.

## **10.2 ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

Das aws Angebot an Förderinstrumenten für JTU in den Bereichen „Kredit“, „Zuschuss“, „Haftungen“, „Service und Dienstleistungen“ zeigt zum aktuellen Zeitpunkt keine greifbaren Substitutionsbeziehungen zum österreichischen Risikokapitalmarkt. Mittel- bis langfristig sind negative Auswirkungen auf das Angebot von Risikokapital aber zumindest denkbar. Diese müssen sich dann aber nicht unmittelbar aus einzelnen Förderinitiativen ergeben, sondern können aus dem dichten Gesamtangebot an Förderungen (ggf. auch durch andere Fördereinrichtungen) erwachsen. Risikokapitalgeber bieten Know-how sowie unterschiedliche Beratungs- und Vermittlungsleistungen in Kombination mit risikotragendem, externem Eigenkapital an. Kaum eine einzelne Förderung kann dieses Leistungspaket substituieren. Ein dichtes Angebot von materiellen und immateriellen Förderungen, die auch noch wechselseitig mit einander kombiniert werden können, bieten aber nicht nur billiges Geld und den Zugang zu Know-how sowie zu spezialisierten Dienstleistungen, auch die Abgabe von Unternehmensanteilen ist nicht notwendig. Trifft dieses breite und dicht ausgebaute Förderangebot auf Unternehmen, die mit einem langsameren, organischen Wachstum zufrieden sind, kann das Gesamtsystem Gefahr laufen, latente und diffuse Substitutionsbeziehungen zur Risikokapitalfinanzierung aufzubauen, die die Entwicklung des Marktes behindern, so wie das im Rahmen der Experteninterviews durchgeklungen ist (vgl. Kap. 11.2.2, S. 169). Bei der Durchsicht der aws Förderinstrumente wurden keine greifbaren Hinweise auf solche Substitutionsbeziehungen gefunden<sup>81</sup>. Es ist

---

<sup>81</sup> Einzig beim aws Mittelstandsfonds haben sich Substitutionswirkungen gezeigt. Da der Fonds aber wie ein privater Investor agiert, ist das beihilfenrechtlich unbedenklich und streng genommen, zählt er zwar zum Angebot nicht aber zu den Förderinstrumenten der aws.

aber dennoch wichtig, dass beim Design und der laufenden Weiterentwicklung des Förderportfolios auf die Komplementarität zu privaten Investoren geachtet wird und die Instrumente entsprechend abgestimmt werden.

## **11 Erfassung und Beschreibung wesentlicher Investmentkriterien von Risikokapitalgebern**

Das folgende Kapitel befasst sich mit den Kriterien, die österreichische Risikokapitalgeber als Entscheidungsgrundlage für Investitionen in Beteiligungsunternehmen verwenden. Ähnlich wie beim Investitionsverhalten von Fondsinvestoren in Risikokapitalfonds ist das Thema gegenwärtig besonders brisant, weil das Investitionsvolumen der europäischen Risikokapitalindustrie aufgrund der wirtschaftlichen Umfeldbedingungen in den Jahren 2008 (-25% zu 2007) vor allem aber 2009 (-56% zu 2008 bei knapp 50% Follow-on Investitionen) kräftig eingebrochen ist (vgl. EVCA, 2012d und EVCA, 2010) und sich gerade erst wieder erholt. Anders als im Bereich der Fondsinvestitionen führen solche Ereignisse, selbst wenn sie einschneidend sind, aber nicht zum Austritt von Managementteams aus dem Markt und damit auch nicht zu einer nachhaltigen Verschlechterung der Marktstruktur. Die Fondsmittel sind ja weiter vorhanden und werden einfach mit einer entsprechenden Verzögerung<sup>82</sup> nach einer Verbesserung der wirtschaftlichen Umfeldbedingungen weiter investiert. Üblicherweise sind solche Investitionen sogar besonders ertragreich, weil sich die Unternehmen und damit auch ihre Verkaufspreise im wirtschaftlichen Aufschwung besonders gut entwickeln können.

Schon etwas anders sieht es auf der Seite der Beteiligungsunternehmen aus, die in Zeiten einer sehr zurückhaltenden Investitionstätigkeit ihren Kapitalbedarf nicht decken können. Allerdings ist davon auch nur ein kleiner Teil der für Risikokapitalinvestitionen interessanten Unternehmen betroffen. Große Expansions-, Wachstums- und auch Gründungsvorhaben werden meist nicht in wirtschaftlich schwierigen Zeiten, sondern erst wieder zu Beginn eines Aufwärtstrends gestartet und umgesetzt. Ganz gleich verhält es sich mit Buy-out Transaktionen zur Lösung von Nachfolgefragen oder aus Gründen der Konzernkonsolidierung. Unternehmensverkäufe werden üblicherweise erst dann durchgeführt, wenn der Verkäufer gute Chancen sieht, hohe Verkaufserlöse zu erzielen. Es sind vor allem jene Unternehmen, die durch eine wirtschaftlich schwierige Situation in Bedrängnis geraten sind und deshalb einen Bedarf an frischem Kapital haben sowie diejenigen, die im Verlauf ihrer Gründungs- und Wachstumsprojekte von einer Krise überrascht wurden, die letztlich zu den Opfern eines wirtschaftlichen Abschwungs werden. Sollten sie allerdings im Vorfeld eines solchen Abschwungs einen Risikokapitalgeber an Bord gebracht haben, bestehen deutlich bessere Chancen, solche Situationen zu überstehen und vielleicht sogar gestärkt daraus hervorzugehen, wie der hohe Anteil an „Follow-on“ Investitionen im Jahr 2009 aber auch 2010 (54%) und 2011 (52%) zeigt.

Auf Basis seiner langjährigen Forschungs- und Praxiserfahrung mit Risikokapitalbeteiligungen und unter Rückgriff auf Fachliteratur zum Thema (vgl. z.B. Leitinger et al., 2000; Kofler und Polster-Grüll, 2003; Vandenbemt und Dunne, 2002) hat das Projektteam einen Gesprächsleitfaden zu den Investitionskriterien und zum Investitionsverhalten von Risikokapitalgebern erstellt, um im Rahmen von

---

<sup>82</sup> Möglicherweise auch auf Basis einer mit den Investoren vereinbarten Verlängerung der Investmentperiode.

Expertengesprächen mit österreichischen Risikokapitalgebern die Bedeutung und das relative Gewicht der verwendeten Investitionskriterien zu prüfen. Darüber hinaus wurden die Befragten gebeten, die aus ihrer Sicht wesentlichen Hemmnisse für Investitionen in Frühphasen- und Wachstumsunternehmen anzuführen und näher zu beschreiben.

Diese Expertengespräche zu den Investitionskriterien auf Beteiligungsseite wurden gemeinsam mit den Gesprächen zu den Kriterien von Fondsinvestoren geführt, so dass dabei auch die Gesprächspartner identisch waren (vgl. Kap. 7, S. 118). Die vier interviewten Risikokapitalgeber managen je einen „Growth Fund“, einen kombinierten „Balanced Venture Capital“ und „Growth Fund“, einen „Buy-out“ und Mezzaninfonds sowie einen „Buy-out“ Fonds, wodurch die Gespräche durchaus ein breites Bild der österreichischen Risikokapitalindustrie ergeben.

Entsprechend der oben beschriebenen Vorgehensweise gliedert sich das Kapitel in drei Abschnitte.

- Entscheidungskriterien für die Investition von Risikokapital.
- Investitionskriterien und Investitionsverhalten österreichischer Risikokapitalgeber.
- Resümee aus den Ergebnissen der Experteninterviews.

### ***11.1 ENTSCHEIDUNGSKRITERIEN FÜR DIE INVESTITION VON RISIKOKAPITAL***

In der Literatur zu Risikokapitalbeteiligungen sind eine Vielzahl von Investitions- und Entscheidungskriterien in ganz unterschiedlichem Detaillierungsgrad angeführt. So listet z.B. Leitinger et al., 2000 qualifikations- und persönlichkeitsbezogene Kriterien für unterschiedliche Entwicklungsphasen von Unternehmen auf. Der hohe Detaillierungsgrad und der subjektive Charakter machen solche Kriterien aber für eine empirische Überprüfung im Rahmen von Expertengesprächen untauglich. Das Projektteam hat deshalb einen überschaubaren Satz an Kriterien zusammengestellt, der üblicherweise in „Dealflow-Meetings“ oder im Rahmen von „Due Diligence“ Präsentation durch Risikokapitalgeber diskutiert und als Entscheidungsgrundlage herangezogen wird. Die Liste an Investitionskriterien, die vom Projektteam im Gesprächsleitfaden zusammengestellt wurde, umfasst die folgenden Punkte:

1. Geschäftsmodell, Alleinstellungsmerkmal.
2. Marktstruktur sowie Markteintritts- und –durchdringungschancen.
3. Branchenfokus.
4. Abhängigkeiten auf der Nachfrage- und/oder Angebotsseite.
5. Etabliertes Unternehmen bzw. „Track Record“.
6. Managementteam und sein „Track Record“.
7. Unternehmensgröße.
8. Wachstumsaussichten.

## 9. Investitionserfordernisse.

### 1. Geschäftsmodell, Alleinstellungsmerkmal

Das Geschäftsmodell beschreibt den für das Unternehmen spezifischen Produkt- und/oder Dienstleistungsansatz, den es verfolgt. Das Alleinstellungsmerkmal oder der USP („Unique Selling Proposition“) im Rahmen des Geschäftsmodells gibt an, wie sich der Produkt-/Dienstleistungsansatz von den Mitbewerbern abhebt, um dadurch am Markt besser reüssieren zu können. Der USP ist von umso größerer Bedeutung, je früher die Entwicklungsphase, in dem sich das Unternehmen befindet. Ein etablierter Marktteilnehmer verfügt bereits über Marktanteile, deren Entwicklungsdynamik im Rahmen eines Due Diligence erfasst werden kann. Sein USP kann bereits in seinem Markennamen oder seinen spezifischen Maßnahmen zur Kundenbindung stecken und muss sich nicht mehr so stark in seinem eigentlichen Produkt- und Dienstleistungsansatz widerspiegeln, wie dass für Frühphasenunternehmen der Falls ist. Von Bedeutung ist er dennoch auch für „Later Stage“ Unternehmen, denn der USB fängt das Besondere eines Geschäftsmodells ein: Das was ein Unternehmen ausmacht und das was ihm hilft, eine geeignete Marktposition zu erringen bzw. eine bestehende zu stärken oder auszubauen.

### 2. Marktstruktur sowie Markteintritts- und –durchdringungschancen

Die Marktstruktur gibt Auskunft über die Zahl und Stärke der Konkurrenten sowie die Intensität<sup>83</sup> der Konkurrenz auf der Angebotsseite und die Zahl, Größe und Marktmacht (z.B. für die Marktpreisgestaltung) der Kunden auf der Nachfrageseite. Für einen Markt sind dann je nach Geschäftsmodell die Chancen für einen Eintritt, die Marktdurchdringungsmöglichkeiten, die Möglichkeiten zur Verbesserung der Marktposition (in späteren Unternehmensphasen) sowie die Marktdynamik (Schrumpft der Markt oder wächst er?) unabhängig von der Marktposition einzuschätzen.

Aus Sicht eines Beteiligungsgebers ist aber nicht nur der eigentliche Absatz- sondern auch der Beschaffungsmarkt von größtem Interesse. Erst der Zugang zu den benötigten Mengen und Qualitäten von Vorleistungen zu stabilen und planbaren Preisen ermöglicht das Ausspielen seines USP und die Umsetzung der eigenen Business Pläne.

### 3. Branchenfokus

Der Branchenfokus von Risikokapitalgebern ist sehr unterschiedlich sowohl in den Inhalten (Welche Branchen werden fokussiert?) als auch in der Ausrichtung (breiter oder fokussierter Branchenansatz). Einen klaren Branchenfokus wählt man, um sein spezifisches Know-how in Form von Beratungs- und Unterstützungsleistungen seinen Portfoliounternehmen zur Verfügung zu stellen oder eine klar ausgerichtete „Buy-and-Build“ Strategie<sup>84</sup> umsetzen zu

---

<sup>83</sup> Die Intensität der Konkurrenz wird bestimmt durch den Grad der Substitutionsbeziehung (gemessen an der Kreuzpreiselastizität) und der Marktform.

<sup>84</sup> Im Rahmen einer „Buy-and-Build“-Strategie werden Unternehmen gekauft, um sie zu verschmelzen, neu zu strukturieren und so einen branchen- oder nischenrelevanten Akteur mit einer gewissen Marktmacht zu schaffen.



können. Die so gewonnenen Einflussmöglichkeiten sollen die Performance des Beteiligungsportfolios erhöhen. Branchenspezialisierte Risikokapitalgeber haben meist einen breiten geographischen Fokus, weil sie ein größeres Einzugsgebiet benötigen, um im Rahmen ihrer Spezialisierung hochwertige Beteiligungen einzugehen. Bei einer engen, geographischen Fokussierung der Investitionstätigkeit (z.B. nur auf Österreich) sind Beteiligungsgeber dagegen gezwungen, einen breiten Branchenansatz zu wählen, um ein hochwertiges Beteiligungsportfolio aufbauen zu können. Ein breiter Ansatz wird gewählt, wenn die Risikokapitalgeber ihre Unterstützungsleistungen auf den unternehmensstrategischen und den Managementbereich konzentrieren. Selbst wenn ein breiter Ansatz gewählt wird, sind aber meist nicht alle Branchen darin enthalten. Solche, die sich durch ein branchenspezifisch, hohes Risiko auszeichnen, konjunkturanfällig sind oder schrumpfen, werden von vornherein ausgenommen.

#### **4. Abhängigkeiten auf der Nachfrage- und/oder Angebotsseite**

Unternehmen, die ihre Vorleistungen nur von einer kleinen Gruppe von Anbietern beziehen oder die ihre Produkte und Leistungen nur an eine kleine Gruppe von Kunden vertreiben, sind unangenehmen Marktrisiken ausgesetzt. Entscheiden sich die Vorleistungsanbieter oder Kunden den Geschäftspartner zu wechseln, kann das zu substanziellen Liefer- und Absatzschwierigkeiten oder zu erheblichen Umsatzeinbußen für die Unternehmen führen. Eine solche Drohkulisse verleiht den Kunden bzw. Vorleistungsanbietern Verhandlungsmacht, wodurch sie die Margen (Gewinnaufschlag auf die Einstandskosten) des Unternehmens und damit seine Profitabilität drücken können.

Unternehmen in einer solchen Situation werden von Risikokapitalgebern oft gemieden. Das ist auch einer der Gründe, warum Frühphaseninvestments mit so hohen Risiken verbunden sind und daher auch nur schwer Investoren finden. In der Frühphase muss man in seine Beschaffungs- und Absatzmärkte erst hineinwachsen und ist maßgeblich von den Pionieren auf der Angebots- sowie der Nachfrageseite abhängig, die einem frühzeitig ihr Vertrauen geschenkt oder aus anderen Motiven die Rolle eines Geschäftspartners übernommen haben<sup>85</sup>.

#### **5. Etabliertes Unternehmen bzw. „Track Record“**

Beim „Track Record“ eines Unternehmens geht es um seine bisherige Produktivität, seine Profitabilität (bereinigt um außerordentliche Ergebnisse), seine Performance über den Konjunkturzyklus, das Verhältnis seiner bisherigen Leistungen und seiner Kompetenzbasis zur geplanten Weiterentwicklung laut Business Plan etc. Der „Track Record“ ist ausschlaggebend für die Unternehmensbewertung im monetären Sinn und damit für die Gestaltung des Kaufpreises und auch für die Einschätzung des Unternehmens, seiner Organisationsstruktur, seines Personals und seiner Leitungsfähigkeit im qualitativen Sinn. Er

---

<sup>85</sup> Denkbare Motive sind breit gestreut und können durchaus auch feindselig sein, wenn es um die Übernahme bestimmter Technologien oder um die Verteidigung strategischer Geschäftspositionen geht.

hat damit eine zentrale Bedeutung für die Auswahl von Portfoliounternehmen und damit für die Selektionsfunktion des Risikokapitalgebers.

Frühphasenunternehmen verfügen nur über einen sehr kurzen oder gar keinen „Track Record“, was ihre systematische Beurteilung für eine Investitionsentscheidung enorm schwierig macht und viele Risikokapitalgeber nach ersten Versuchen in den späten 90er und frühen 2000er Jahren dazu gebracht hat, eher auf reifere Unternehmensphasen zu fokussieren.

## **6. Managementteam und sein Track Record**

Zu unterscheiden von dem „Track Record“ des Unternehmens ist der „Track Record“ des Managements. Zwar geht es inhaltlich auch um Erfolgsindikatoren mit ähnlichem Zuschnitt, diese müssen aber nicht zwangsläufig mit dem zu erwerbendem Unternehmen in Zusammenhang stehen. Darüber hinaus kann im Zuge der Beteiligungsdauer der Austausch des Managements zur Disposition stehen, um die Performance des Unternehmens zu verbessern oder sein Überleben sicher zu stellen.

Für viele Frühphasenunternehmen mit einer kleinen Anzahl von Beschäftigten, fallen „Track Record“ von Managementteam und Unternehmen weitgehend zusammen.

## **7. Unternehmensgröße**

Die Unternehmensgröße gemessen am Umsatz ist ein sehr häufig verwendetes Kriterium, bei dem es aber mehr um eine Bestimmung von Maximal- und Minimalwerten geht und damit um die Festlegung des besonders interessanten Investitionsintervalls. Der Umsatz wird gewählt, weil er mit zwei für den Risikokapitalbereich besonders bedeutenden qualitativen Faktoren korreliert:

- Erstens mit dem Entwicklungsgrad der Organisationsstruktur eines Unternehmens. Um wachsen und sich entwickeln zu können, ist eine gewisse Ausstattung mit qualifiziertem Personal sowie mit klaren organisatorischen Abläufen und Strukturen notwendig. Man sollte bereits über Zeit- und Ressourcenpuffer verfügen, um die im Wachstum zusätzlich anfallende Arbeit in geordneter Weise erledigen zu können.
- Zweitens mit der Chance einen erfolgreichen Exit durchzuführen. Sobald ein Unternehmen einen Umsatz in einem Größenbereich von etwa € 15 - 20 Mio. erreicht, steigen die Möglichkeiten für erfolgreiche Exits deutlich an. Wie bereits in Kap. 3.3.6, (vgl. S. 45) dargestellt, hängt auch dieser Aspekt mit dem Entwicklungsgrad der organisatorischen Strukturen zusammen, die im Falle eines „Trade Sales“ dem Käufer helfen, das neu erworbene Unternehmen in die eigene Organisation zu integrieren.

## **8. Wachstumsaussichten**

Im Kapitel zum „Track Record“, weiter oben, wurde erläutert, wie wichtig die bisherige Unternehmensentwicklung für eine positive Investitionsentscheidung eines Risikokapitalgebers tatsächlich ist. Diese Bedeutung erhält der „Track Record“, weil er belegen soll, dass das Management, die Beschäftigten, die organisatorischen Strukturen etc.

einen systematischen Beitrag zur künftigen Weiterentwicklung und zum Wachstum liefern können.

Mit Unternehmenswachstum ist dabei aber weniger das Umsatzwachstum, als vielmehr die Entwicklung des EBIT („Earnings before Interest and Tax“) oder des operativen Ergebnisses gemeint. Unterschiedliche EBIT-Größen werden üblicherweise als Grundlage für die Unternehmensbewertung herangezogen. Entwickelt sich das EBIT positiv, entwickelt sich auch der Unternehmenswert positiv. Je besser die EBIT Entwicklung (*ceteris paribus*), an die ein Risikokapitalgeber zum Zeitpunkt der Investitionsentscheidung glaubt, desto bereitwilliger wird er investieren und desto mehr wird er bereit sein, für die Unternehmensanteile zu zahlen.

Wieder macht die Frühphase eine Ausnahme, weil die jungen Unternehmen meist noch über kein positives EBIT verfügen oder zumindest noch keine „EBIT-Geschichte“ aufweisen können. Dennoch gilt gerade für Frühphasenunternehmen die Aussicht auf ein rasches Unternehmenswachstum als *der* Treiber für eine positive Investitionsentscheidung.

## **9. Investitionserfordernisse**

Wachstumsaussichten alleine führen nicht auf direktem Weg zu einem Investment. Entscheidend ist vielmehr, was ein Risikokapitalgeber investieren muss, um ein bestimmtes Wachstum auszulösen. Damit ist es erst das Verhältnis von Investitionserfordernissen zur EBIT-Entwicklung, dass für eine Investitionsentscheidung verantwortlich ist.

### **11.2 INVESTITIONSKRITERIEN UND INVESTITIONSVERHALTEN ÖSTERREICHISCHER RISIKOKAPITALGEBER**

Der folgende Abschnitt beruht auf den Experteninterviews und damit auf den Aussagen und Einschätzungen der österreichischen Risikokapitalgeber zu den im vorhergehenden Kapitel skizzierten Investitionskriterien.

Die Interviewpartner wurden zunächst nicht mit der vom Projektteam entwickelten Kriterienliste konfrontiert. Sie wurden vielmehr gebeten, die aus ihrer Sicht wesentlichen Faktoren zu nennen und zu beschreiben. Erst in einem zweiten Schritt sollten sie anhand der vorgegebenen Liste die spezifisch, österreichische Situation erläutern, damit die Richtung der Interviews und vor allem die genannten Prioritäten nicht von vornherein präjudiziert werden.

Nach der Diskussion zu den Kriterien wurden die Interviewpartner aufgefordert, Hemmnisse für die Frühphasen- und Wachstumsfinanzierung zu erläutern. Darüber hinaus wurden sie gebeten Angaben zu ihrem laufenden „Deal Flow“ zu machen, um daraus ergänzende Informationen über den österreichischen Risikokapitalmarkt zu gewinnen, sowie er in Kap. 5 (vgl. S. 61) anhand der verfügbaren AVCO/EVCA Daten ausführlich dargestellt ist.

#### **11.2.1 Entscheidungskriterien österreichischer Beteiligungsgeber**

In der Diskussion der Investitionskriterien, die aus eigenem Antrieb genannt wurden, zeigte sich, dass die Risikokapitalgeber, die eher auf die frühen Unternehmensphasen bzw. auf Unternehmenswachstum ausgerichtet sind, das Geschäftsmodell bzw. das

Alleinstellungsmerkmal als eines der wichtigsten Kriterien ansehen. Dicht gefolgt wird es von der Qualität und dem „Track Record“ des Managements sowie von den Eigenschaften des Marktes, der gute Wachstumsvoraussetzungen bieten und die Unternehmensentwicklung in Nischen möglich machen sollte.

Die Interviewpartner, die in den Buy-out bzw. den Mezzaninbereich investieren, sehen den „Track Record“ des Unternehmens aber auch das Management und das Produkt im Vordergrund. In einem Fall werden auch die „Fungibilität der Anteile am Portfoliounternehmen“ und der „systematische Unternehmenserfolg“ als wichtige Kriterien genannt. Bei der „Fungibilität“ geht es um die Frage, wie rasch ein Exit aus einem Unternehmen darstellbar ist, um die investierten Mittel wieder flüssig machen und an die Fondsinvestoren zurückführen zu können. Beim „Systematischen Unternehmenserfolg“ steht der Beitrag des Unternehmens (Personal, intangibles und physisches Kapital) und des Unternehmensmanagements zum Unternehmenserfolg im Zentrum der Überlegungen. Um sicherzustellen, dass ein Beteiligungsunternehmen nicht nur durch eine besonders günstige konjunkturelle Phase oder Marktsituation auf die Erfolgsstraße gekommen ist, werden die Produktkalkulation, der Vertrieb des Produkts, die Umsatzschwankungen über den Konjunkturzyklus etc. genau überprüft und hinterfragt. Darüber hinaus wird auch auf die „Corporate Governance“ innerhalb des Unternehmens und auf die Anreize für das Management besonderer Wert gelegt. Dabei handelt es sich allerdings um Themen, bei denen Abweichungen und Mängel im Zuge der Beteiligungspartnerschaft ohne weiteres korrigiert werden können.

Konfrontiert mit der vom Projektteam vorgegebenen Kriterienliste wurden neben dem „Geschäftsmodell und dem USP“, dem „Track Record von Unternehmen und Management“ sowie dem „Markt“ auch das Fehlen von „Abhängigkeiten auf der Nachfrage- und der Angebotsseite“ sowie der „Notwendige Investitionsbedarf“ als wichtige Kriterien angegeben. Darüber hinaus wurde die Bedeutung von „Wachstumsaussichten des Marktes“, auf dem ein Unternehmen aktiv ist, und „für das Unternehmen“ selbst noch einmal herausgestrichen.

Besonders interessant war, dass alle Befragten und damit auch die Risikokapitalgeber, die eher auf die frühen Unternehmensphasen bzw. auf Unternehmenswachstum ausgerichtet sind, den Schwerpunkt ihres Interesses auf etablierte und größere Unternehmen legen. Natürlich bedeutet „groß“ und „etabliert“ für unterschiedlich spezialisierte Risikokapitalgeber etwas anderes. Die auf das „Buy-out“ bzw. das Mezzaningeschäft fokussierten Akteure sehen Unternehmen mit einem Umsatz ab € 20-30 Mio. als interessante Investitionsziele, wohingegen die auf frühere Phasen und Wachstum ausgerichteten Beteiligungsgeber ihre Investitionstätigkeit schon bei € 2-5 Mio. Umsatz beginnen. Eine klare Tendenz in Richtung reiferer Unternehmen, die bereits über entsprechende organisatorische Strukturen verfügen und auch wesentlich bessere Exitancen aufweisen, ist dennoch deutlich auszumachen. Immerhin liegt das bevorzugte Segment für „Frühphaseninvestitionen“ bei Unternehmen mit einem Umsatz von € 10 – 20 Mio. Sehr etablierte Unternehmen, die hoch produktiv sind und über eine effiziente Organisationsstruktur verfügen, erfreuen sich allerdings keiner großen Beliebtheit. Die Beteiligung an solchen Unternehmen ist enorm teuer und sie verfügen auch nur über beschränkte Wertsteigerungspotentiale, weil diese immer an Verbesserungs- und Optimierungs- oder noch nicht ausgeschöpfte Wachstumsmöglichkeiten anknüpfen.

Im Gegensatz zu den bisher erwähnten Kriterien war der „Branchenfokus“ für alle Interviewpartner nur von untergeordneter Bedeutung, da ihre Risikokapitalfonds eher eine enge auf österreichische Regionen, auf Gesamtösterreich und allenfalls auf die österreichischen Nachbarländer konzentrierte geographische Spezialisierung aufweisen. Wie weiter oben erläutert (vgl. Kap. 3, S. 164) ist ein enger geographischer Fokus aber fast automatisch mit einem breiten Branchenfokus verknüpft.

### **11.2.2 Hemmnisse für die Frühphasen- und Wachstumsfinanzierung durch Risikokapital**

Bei der Frage nach den Hemmnissen für Risikokapitalinvestitionen in Frühphasen- und Wachstumsunternehmen verweisen die Interviewpartner neben den bereits beschriebenen Trends am Markt für Fondsinvestitionen v.a. auf

- die Größe der österreichischen Risikokapitalfonds,
- die geringen Exitmöglichkeiten,
- die Konkurrenz vor allem durch Förderungen,
- die fehlende Risikokapitalkultur.

Um kleine Frühphasenunternehmen bis zu einer Größe weiterzuentwickeln, bei der sie gewinnbringend verkauft werden können, ist ein sehr großer Betreuungsaufwand und damit eine gute Ressourcenausstattung des Risikokapitalgebers sowie viel Kapital notwendig, das in mehreren Finanzierungsrunden investiert werden kann. Darüber hinaus müssen große Portfolios von Beteiligungsunternehmen aufgebaut werden, um eine ausreichende Risikodiversifizierung zu gewährleisten und dadurch die hohen Risiken von Frühphasenengagements besser managen zu können. Insgesamt verlangt das aber nach Fonds mit einer international üblichen Größe. Österreichische Fonds mit Fondsvolumina von € 30 bis 40 Mio. sind meist zu klein, um Frühphasenunternehmen bis zu einem Umsatzvolumen durchzufinanzieren, das für Industrieunternehmen interessant wäre.

Im Rahmen der Frühphasen- und Wachstumsfinanzierung funktioniert aus Sicht der interviewten Risikokapitalgeber auch das Zusammenspiel mit dem bestehenden Förderangebot nicht immer reibungslos. KMUs beinahe jeder Größe und Ausrichtung vor allem aber Frühphasenunternehmen können auf ein üppiges Förderangebot zurückgreifen. Zwar liefern viele Förderungen nicht ausreichend Kapital, um damit schnell wachsen zu können, sie bieten aber billiges Geld, die Abgabe von Unternehmensanteilen ist nicht notwendig und langsames, organisches Wachstum stellt viele Unternehmer auch zufrieden, obwohl es anfällig auf Schwankungen des Marktes macht. So kann öffentliche Förderung zu substitutivem Risikokapital werden, ohne dabei aber das zu leisten, was echtes Risikokapital bieten könnte.

Hinzu kommt gerade für reifere Wachstumsunternehmen das Fehlen einer Kultur für Unternehmensbeteiligungen, so dass viele potentielle Wachstumsunternehmen lieber auf eine rasche Unternehmensentwicklung verzichten und sich so weit wie möglich über Kredite finanzieren, als dass sie Anteile an ihrem Unternehmen an einen Finanzinvestor abgeben. Die große Tradition der Familienunternehmen in Österreich unterstützt diese Tendenz, weil

mit dem Eintritt eines Risikokapitalgebers in ein Unternehmen, seine Anteile und damit auch das Gesamtunternehmen nach einigen Jahren wieder verkauft werden. Der Status des Familienunternehmens gehört nach einem solchen Verkauf aber unweigerlich der Vergangenheit an.

### **11.3 DEAL FLOW ÖSTERREICHISCHER RK-GEBER UND AUFSCHLÜSSE, DIE MAN DARAUS ÜBER DAS MARKTPOTENTIAL GEWINNEN KANN**

Über die Fragen zu den Entscheidungskriterien und zu Hemmnissen für die Frühphasenfinanzierung hinaus wurden die Interviewpartner gebeten, Auskunft zu ihrem jährlichen „Deal flow“ im „Pre-Due Diligence“ Segment zu geben.

Der „Deal Flow“ ist eine interessante Größe, weil er eine erste Indikation für das ungefähre Potential an Unternehmen darstellt, die derzeit die Nachfrage am Risikokapitalmarkt und damit das Potential an möglichen Transaktionen abbilden. Die von AVCO/EVCA jährlich erhobenen Daten zu den Risikokapitalinvestitionen geben dagegen an, wie viele Unternehmen tatsächlich Risikokapital erhalten haben aber nicht wie viele im Prinzip gerne Investments bekommen hätten. Werden die tatsächlichen Markttransaktionen einer bestimmten Zeitperiode vom Nachfragepotential subtrahiert und das Ergebnis um die Folgeinvestitionen bereinigt, die in bereits bestehende Portfoliounternehmen aus unterschiedlichen Gründen getätigt werden, erhält man die Zahl der Nachfrager, die innerhalb der gewählten Zeitperiode unbefriedigt geblieben sind<sup>86</sup> und die das Potential für zusätzliche Risikokapitalinvestments darstellen.

Damit der „Deal Flow“ als Indikation für das Nachfragepotential fungieren kann, sind allerdings bestimmte Annahmen zu treffen. Üblicherweise erhalten Risikokapitalgeber innerhalb eines Jahres mehrere hundert Anfragen kapitalinteressierter Unternehmen, die aber vielfach nicht in den Investmentfokus passen oder von Unternehmen kommen, die aufgrund ihrer Marktausrichtung, ihres Entwicklungspotentials, ihrer Organisationsstruktur oder ihres Managementteams nicht risikokapitalfähig sind. Will man Anhaltspunkte für das Potential an zusätzlichen Risikokapitalnachfragern bekommen, muss man den „Deal Flow“ um diese Kapitalanfragen bereinigen und ihn auf ein bestimmtes Nachfragesegment fokussieren. Bei den Expertengesprächen mit den österreichischen Risikokapitalgebern wurde der „Pre-Due Diligence“ als Abgrenzung für den relevanten „Deal Flow“ verwendet (vgl. dazu Kap. 3.3.1, S. 31). Diese Vorprüfung potentieller Portfoliounternehmen verursacht Recherche und Personalkosten und wird nur durchgeführt, wenn die Unternehmen zumindest prinzipiell risikokapitalfähig sind und in die Investitionsstrategie des Risikokapitalgebers passen. Anhand von „Deal Flow“ Angaben zum „Pre-Due Diligence“ können also risikokapitalfähige Unternehmen in bestimmten Investitionssegmenten des Risikokapitalmarktes erfasst werden. Der im Zuge von Investitionsprüfungen später durchgeführte „Fully Fledged Due Diligence“ sorgt für ein weiteres Selektieren des „Deal Flow“ und scheidet zusätzliche Unternehmen aus den Investitionsüberlegungen aus. Diese Detailselektion wird von RK-Gebern betrieben, um möglichst die besten Kandidaten in Bezug zur eigenen Investitionsstrategie und gemäß der eigenen Einschätzung zu finden. Am

---

<sup>86</sup> Viele davon können aber natürlich in einer der folgenden Periode Risikokapital erhalten.

Potential der im Prinzip risikokapitalfähigen Unternehmen ändert sich dadurch nichts mehr auch wenn manche Merkmale eines Unternehmens erst im „Fully Fledged Due Diligence“ entdeckt werden, die eine Investition verhindern.

Die „Deal Flow“ Angaben unterschiedlicher Risikokapitalgeber lassen sich aber nicht einfach zu einem Gesamt-„Deal Flow“ aggregieren, weil sie sich stark überschneiden. Nur jeweils ein kleiner Teil des „Deal Flows“ von RK-Gebern, die in einem gemeinsamen Markt agieren, ist tatsächlich proprietär. Der Grad dieser Überschneidung wurde im Zuge der Expertengespräche mit 80-90% angegeben. Da Detailinformationen zum „Deal Flow“ aber geheim und damit nicht verfügbar sind, lassen sich Überschneidungen von „Deal Flows“ unterschiedlicher Risikokapitalgeber auch nicht bereinigen.

Vor diesem Hintergrund kann eine präzise Potentialschätzung anhand des „Deal Flow“ nicht durchgeführt werden. Wählt man aber den am „Pre-Due Diligence“ abgegrenzten „Deal Flow“ nur jeweils eines Risikokapitalgebers sowohl im „Venture Capital“ und im „Growth“ wie auch im „Buy-out“ Segment<sup>87</sup>, kann man immerhin eine Schätzung des Mindestpotentials vornehmen, dass bei einer „Deal Flow“ Überschneidung von 80-90% auch nicht zu weit vom Gesamt-Potential entfernt ist.

Wie weiter oben bereits beschrieben, managen die vier interviewten Risikokapitalgeber je einen „Growth Fund“, einen kombinierten „Balanced Venture Capital“ und „Growth Fund“, einen „Buy-out“ und Mezzaninfonds sowie einen „Buy-out“ Fonds. Der „Balanced Venture Capital“ und „Growth Fund“ fällt dabei aus der Betrachtung heraus, weil er über einen regionalen Fokus verfügt und damit ein österreichweites Potential nicht abbilden kann. Um das Mindestpotential für die besonders interessante Frühphase dennoch abschätzen zu können, wurde zusätzlich ein Telefoninterview mit einem österreichweit agierenden „Balanced Venture Capital Fonds“ durchgeführt.

Auf Basis der Angaben der Interviewpartner ergeben sich folgende Resultate:

- Im „Balanced Venture Capital“ Segment wurde ein jährlicher Deal Flow von rund 120 Unternehmen gemeldet. Abzüglich der für 2011 von AVCO/EVCA erfassten Investitionen<sup>88</sup> von rd. 80 und bereinigt um die „Follow-on“ Investments von rund 60 ergibt sich ein unausgeschöpftes Potential an Risikokapitalinvestitionen<sup>89</sup> von etwa 100 Unternehmen.
- Im „Growth“ Segment liegt der „Deal Flow“ bei etwa 100 Unternehmen. Entsprechend der Angaben in den Experteninterviews wird sich diese Zahl aber stark

---

<sup>87</sup> Eine Schätzung für das Mezzanin Segment kann nicht vorgelegt werden, da die Zahl der angegebenen Mezzaninfinanzierungen sehr klein und die Überschneidung mit dem „Later Stage“ Segment (v.a. „Buy-out“) sehr groß ist.

<sup>88</sup> AVCO/EVCA erfassen hier nur jeweils die Anzahl der Unternehmen. Das heißt, wurden mehrere Investitionen in ein und dasselbe Unternehmen z.B. auch von unterschiedlichen Risikokapitalgebern durchgeführt, werden sie immer nur einmal gezählt.

<sup>89</sup> Im Sinne einer artikulierten aber nicht erfüllten Nachfrage.

mit dem „Later stage Venture Capital“ Segment überschneiden, so dass die „Deal Flow“ Angabe eigentlich einem Mindestpotential für die gesamte Expansionsphase entspricht. Subtrahiert man von den angegebenen 100 Unternehmen die Investitionen in das „Growth“ und „Later Stage Venture Capital Segment“ von etwa 30 Unternehmen und bereinigt das Ergebnis wieder um die „Follow-on“ Investitionen in Höhe von rund 20 erhält man ein Mindestpotential von etwa 90 Unternehmen.

- Im „Buy-out“ Segment beträgt der berichtete „Deal Flow“ 30 Unternehmen. An Investitionen wurden 2011 13 erhoben. Bereinigt um die „Follow-on“ Investitionen von 3 beträgt das geschätzte Potential also 20 Unternehmen.

Der Leser sollte jedenfalls beachten, dass die vorgelegten Zahlen nur eine sehr grobe Schätzung darstellen und darüber hinaus über die Jahre stark schwanken werden. Zu berücksichtigen ist auch, dass das unausgeschöpfte Potential eines Jahres bereits im nächsten Jahr zu Investitionen führen kann und dass in den hier ermittelten Zahlen immer noch die Effekte der Finanz- und Wirtschaftskrise mitschwingen.

Es ist darüber hinaus nicht möglich, das ermittelte Potential einfach durch die Bereitstellung zusätzlicher Investitionsmittel auszuschöpfen. Wie Kap. 5.1.3 (vgl. S. 85) gezeigt hat, besteht in der aktuellen wirtschaftlichen Situation gleichzeitig mit dem unausgeschöpften Nachfragepotential an Risikokapital auch ein Kapitalrückstau. Diese doppelte „Marktrationierung“ ergibt sich zu einem erheblichen Teil aus der über die vergangenen Jahre und gegenwärtig noch immer herrschenden wirtschaftlichen Unsicherheit. Diese führt zu unterschiedlichen Erwartungen von Unternehmern und Investoren über die zukünftige Entwicklung der potentiellen Investitionsziele und damit zu einem Rückstau der Investitionsaktivitäten bei einem gleichzeitig bestehenden Nachfrageüberhang.

Um ein unausgeschöpftes Potential an Investments am österreichischen Risikokapitalmarkt in Zukunft besser zu nutzen, werden daher Maßnahmen nicht nur auf der Angebots- sondern auch auf der Nachfrageseite notwendig sein. Nachfrageseitige Maßnahmen zur Verbesserung der Wachstums- und Gründungsdynamik könnten darüber hinaus das Nachfragepotential mittel- bis langfristig weiter erhöhen und damit interessante Investitionsziele für einen sich auflösenden Kapitalrückstau schaffen.

#### **11.4 ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

Mit ihren Investitionsaktivitäten fokussieren die Interviewpartner v.a. auf österreichische Regionen, auf Gesamtösterreich und auf die österreichischen Nachbarländer. Diese enge geographische Spezialisierung macht sie dafür aber sehr offen für Unternehmen aus ganz unterschiedlichen Branchen und Bereichen, solange diese ein spürbares Wachstumspotential zeigen.

Unternehmen, die ihre zukünftige Entwicklung und ihr Wachstum mit Risikokapital finanzieren möchten oder müssen (z.B. aufgrund anstehender Expansions sprünge bzw. eines anstehenden Unternehmensverkaufs), sollten mit einem erfahrenen Managementteam ausgerüstet sein, über etablierte Organisationsstrukturen und Unternehmensprozesse verfügen, keine zu großen Anhängigkeiten auf der Nachfrage- oder Angebotsseite aufweisen und am besten über eine Unternehmensgröße von rund € 10 – 20 Mio. im Falle von



Wachstumsfinanzierungen und von € 30 Mio. aufwärts bei Unternehmensverkäufen verfügen.

Echte Frühphasenunternehmen haben nur sehr geringe Chancen auf Risikokapitalinvestitionen, weil sie von vielfältigen Investitionshemmnissen betroffen sind und als Folge davon Investoren in Risikokapitalfonds immer weniger bereit sind, Geld für dieses Segment des Risikokapitalmarktes zur Verfügung zu stellen (vgl. dazu Kap. 7.2.2, S. 124 sowie Kap. 11.2.2, S. 169).

## **12 Erfassung der Auswirkung und des Einflusses von Risikokapitalfinanzierungen auf das Wachstum und die Innovationsleistung von Beteiligungsunternehmen**

### **12.1 FRAGEBOGENERHEBUNG**

In Ergänzung zu den in der vorliegenden Studie vorgestellten und ausgewerteten Sekundärdaten wurden im Rahmen einer Befragung von 19 Portfoliounternehmen vier ordentlicher Mitglieder des österreichischen Dachverbandes der Risikokapital-Industrie punktuelle Primärdaten erhoben. Diese vier repräsentieren die Risikokapital-Fonds, aus dem Kreise der AVCO-Mitglieder, die einen Investitionsschwerpunkt im Frühphasenbereich haben. Durch die Adressierung aller ihrer Portfoliounternehmen konnte eine Vollerhebung durchgeführt werden, wodurch ein Einblick in den aktuellen Status Quo zur Situation der von österreichischen Risikokapitalgebern finanzierten KMU und deren Entwicklung gewonnen wird, der als Ergänzung zu den anderen erhobenen Kennzahlen zu sehen ist. Die Befragung erfolgte mittels einer schriftlichen Fragebogenerhebung<sup>90</sup>. Es wurden dabei Informationen zum Unternehmen selbst, zum Finanzierungsanlass, zu den Auswirkungen des Risikokapitalinvestments und zu den Hemmnissen für deren Realisierung abgefragt. Es erfolgten neben zwei schriftlichen „Reminders“ mehrere direkte Nachfassungen durch die AVCO, sowie durch unterstützenden Risikokapitalgeber. Auch der AVCO Vorstand hat sich für die Teilnahme an der Fragebogenerhebung intensiv eingesetzt. Von diesen 19 befragten Unternehmen, haben acht an der Befragung teilgenommen. Damit konnte ein Rücklauf von 42% erreicht werden.

### **12.2 ALLGEMEINE CHARAKTERISIERUNG DER UNTERNEHMEN MIT RISIKOKAPITALBETEILIGUNG**

Das durchschnittliche Alter aller antwortenden PE/VC-finanzierten Unternehmen beträgt 5,6 Jahre, das älteste Unternehmen ist 11 Jahre alt, die jüngsten befinden sich im dritten Jahr seit ihrer Gründung. Drei Unternehmen haben bereits 4 Finanzierungsrunden, ein Befragungsteilnehmer hat drei Finanzierungsrunden abgeschlossen, die restlichen vier Befragungsteilnehmer haben zwei Finanzierungsrunden absolviert. Die Branchenverteilung der Befragungsteilnehmer ist breit und weist neben je zwei Unternehmen „Business & industrial Products“, „Business & Industrial Services“, „Computer & Consumer Electronics“ und „Life Sciences“ je ein Unternehmen aus den Bereichen „Communications“, „Construction“ und „Consumer Goods & Retail“ auf (Abbildung 78).

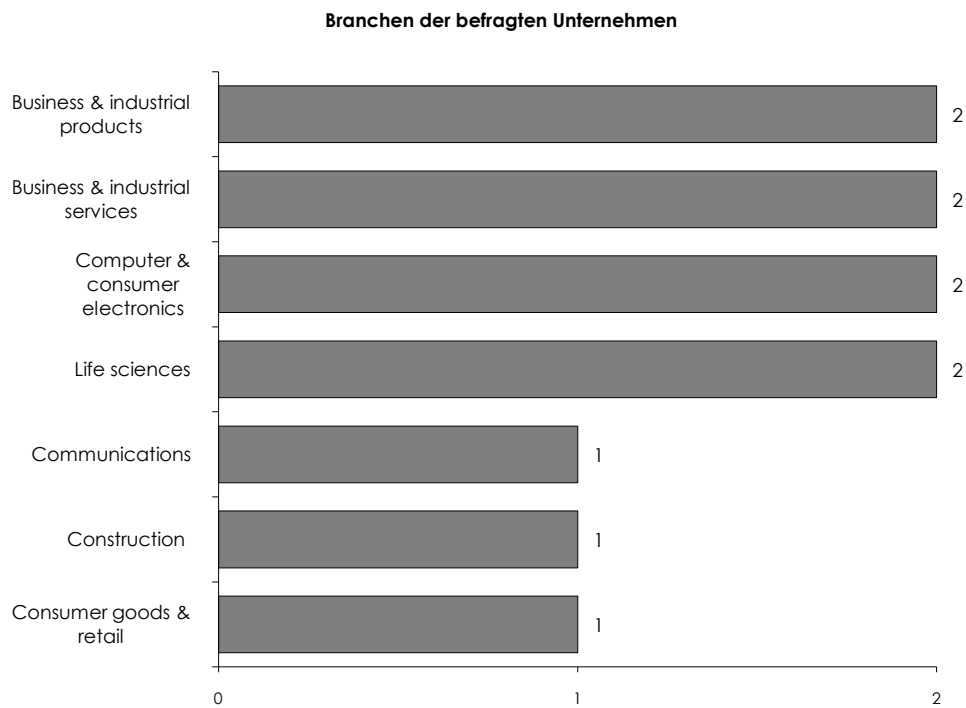
Auf die Frage nach den jeweiligen Anlässen der Risikokapitalfinanzierungen sehen 75% diesen in der Start-up-, 63% in der Wachstumsfinanzierung, und je 13% in Umstrukturierungsmaßnahmen und Eigentümerwechsel begründet (Abbildung 79).

Bei den befragten Unternehmen ist eine stark internationale Ausrichtung zu beobachten, wobei die Europäische Union von fast 75% als eines der Hauptabsatzgebiete genannt wird (Abbildung 80).

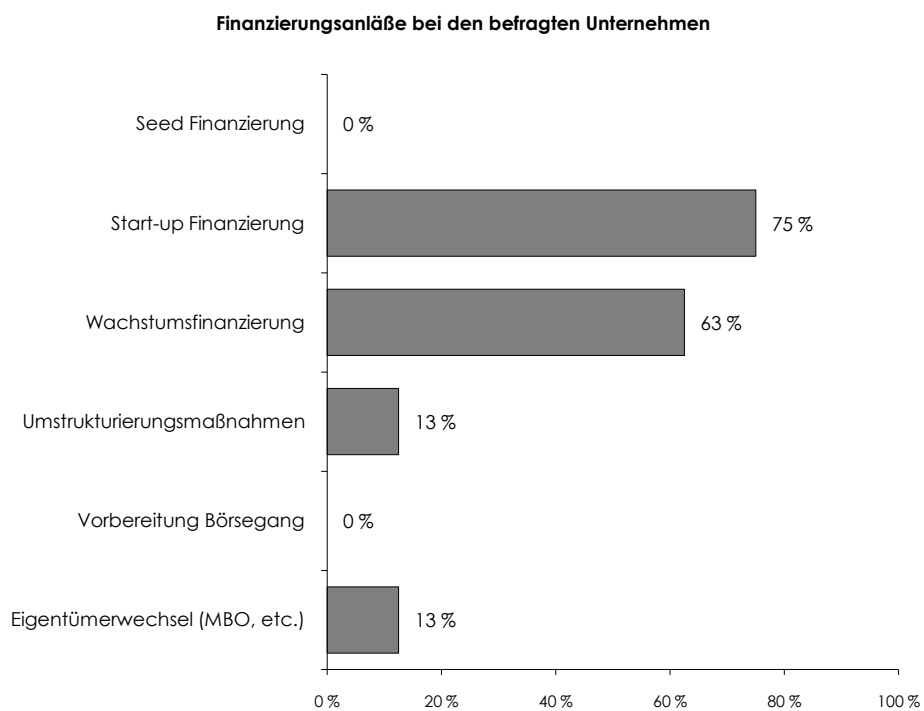
---

<sup>90</sup> Der Fragebogen liegt der Studie im Anhang bei.

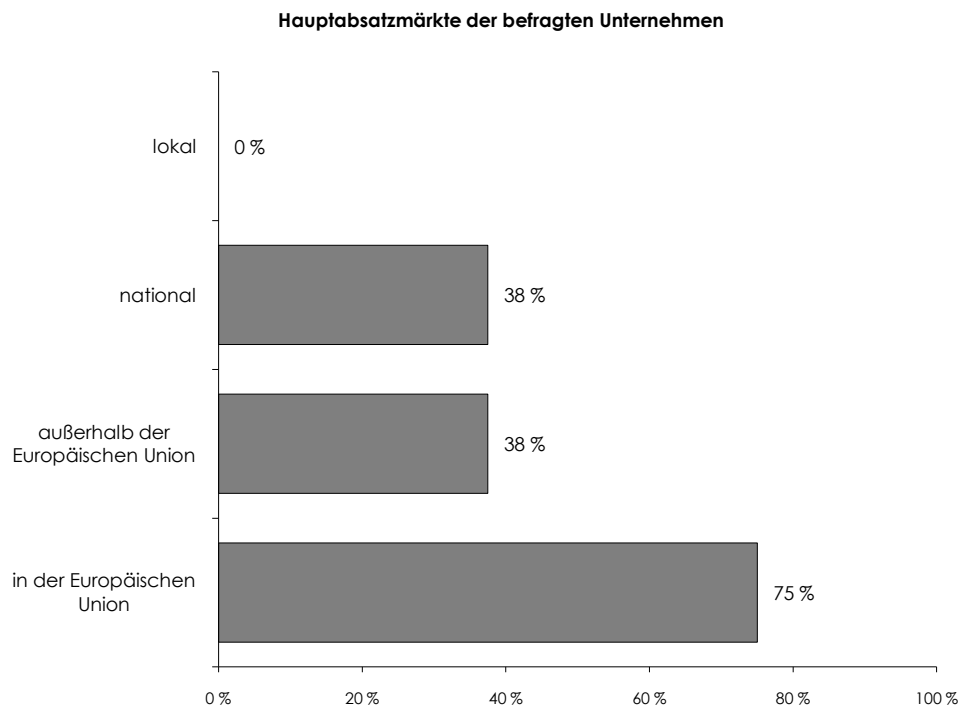
**Abbildung 78 Branchen der befragten Unternehmen**



**Abbildung 79 Welche Finanzierungsanlässe haben zu Ihrer PE/VC Beteiligung geführt?**



**Abbildung 80 Wo sind derzeit die Hauptabsatzmärkte Ihres Unternehmens?**

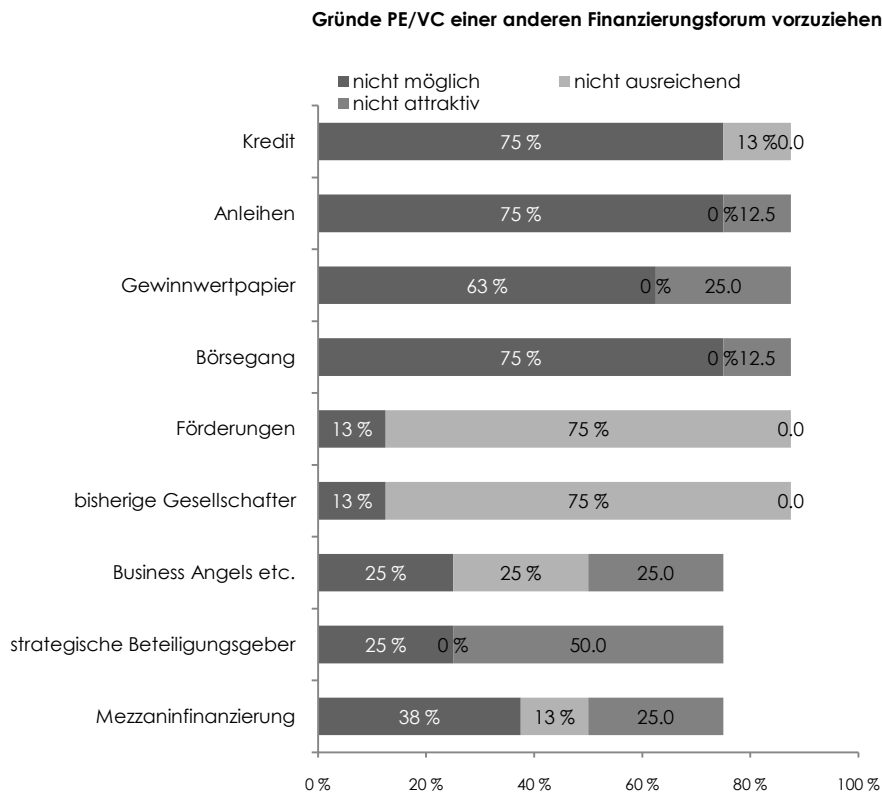


### **12.3 MOTIVE UND FINANZIERUNGSPARTNER**

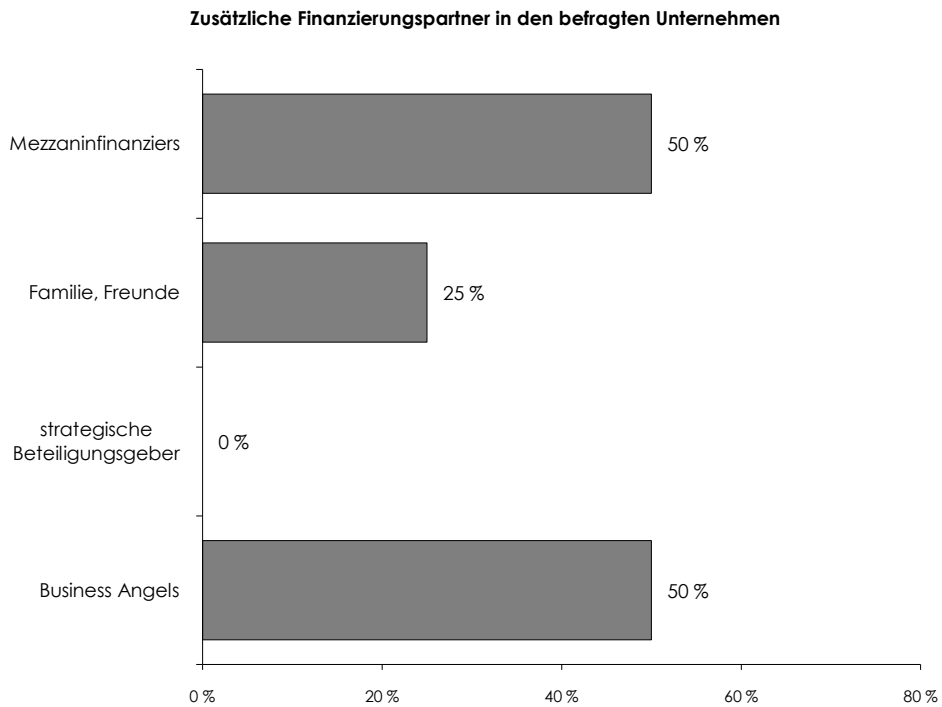
Eine weitere Frage der Erhebung war, warum Unternehmen eine Risikokapitalbeteiligung einer anderen Finanzierungsformen vorziehen (Abbildung 81), wobei als Antwortkategorien eine Reihe alternativer Instrumente mit der Bewertung "nicht möglich", "nicht ausreichend" oder "nicht attraktiv" angeboten wurde. Eine Kreditfinanzierung war der überwiegenden Anzahl der Befragungsteilnehmer (75%) nicht zugänglich, was unter Berücksichtigung des Anteils der Unternehmen, die eine Start-up-Finanzierung angegeben haben (Abbildung 79, ebenfalls 75%) schlüssig erscheint. Gerade in dieser Phase der Unternehmensentwicklung ist eine Kreditfinanzierung ohne Eigenkapital nicht ausreichend (13%) möglich. Anleihen, Gewinnwertpapiere und Börsengang werden als nicht attraktiv eingestuft. Nicht ausreichend für eine Finanzierung der Unternehmen waren im vorliegenden Stadium der Entwicklung für 75% der Befragungsteilnehmer öffentliche Förderungen und Finanzierungen über die bisherigen Gesellschafter. Dies ist ebenfalls ein bekanntes Symptom der Frühphasenfinanzierung. Strategische Beteiligungsgeber werden von der Hälfte der Unternehmen als unattraktiv bzw. von 25% als nicht verfügbar eingestuft, während die Antworten zur Mezzaninfinanzierung sowie zu Business Angels über alle drei Kategorien gestreut sind. Dass Finanzierung durch andere Quellen im genannten Ausmaß entweder nicht möglich, nicht ausreichend oder nicht attraktiv genug war, bestätigt die Relevanz der in Kap. 3.1 (vgl. S. 26) ausgeführten, besonderen Finanzierungsfunktion von Risikokapital.

Im aktuellen Stadium der Unternehmensentwicklung der Befragungsteilnehmer, also mit Risikokapital finanziert und damit als starker und interessanter Kunde oder Partner für andere Finanzierungspartner, sind jedoch in 50% aller Fälle Mezzaninfinanziers und Business Angels beteiligt und mit 25% Familie und Freunde (Abbildung 82).

**Abbildung 81 Gründe PE/VC anderen Finanzierungsformen vorzuziehen**



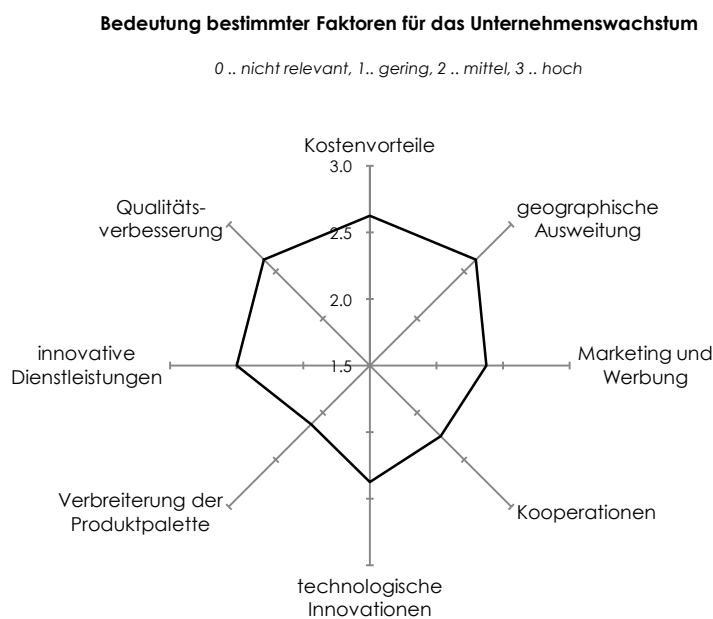
**Abbildung 82 Zusätzliche Finanzierungspartner in den befragten Unternehmen**



## 12.4 DAS GESCHÄFTSMODELL

Weiters wurden mittels der Fragebogenerhebung Punkte abgefragt, die darauf abzielen, das spezifische Geschäftsmodell der Unternehmen vor allem im Hinblick auf bestimmte Wachstumsfaktoren abzubilden. Auf einer vierteiligen Skala von "nicht relevant", über "gering" und "mittel" zu "hoch", wurden den Kostenvorteilen, der geographischen Ausweitung und der laufenden Qualitätsverbesserung die größte Bedeutung zuerkannt (Abbildung 83), unmittelbar gefolgt von innovativen Dienstleistungen, technologischer Innovation, Marketing-Aktivitäten, Kooperationen und letztendlich der Verbreiterung der Produktpalette.

**Abbildung 83 Bedeutung bestimmter Faktoren für das Unternehmenswachstum**



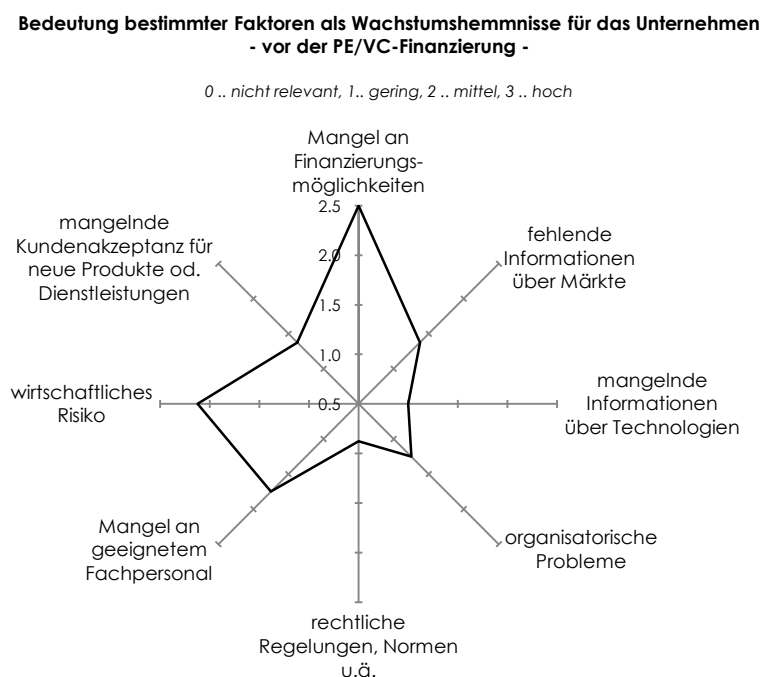
Die Unternehmen wurden außerdem gebeten, die Bedeutung der unterschiedlichen Wachstumshemmnisse für die Zeit vor ihrer Risikokapitalbeteiligung einzuschätzen. Dabei werden der Mangel an Finanzierungsmöglichkeiten und das mit der Expansion verbundene wirtschaftliche Risiko sowie der Mangel an geeignetem Fachpersonal als die größten Wachstumshemmnisse betrachtet (Abbildung 84). Die einhellige Rückmeldung über den Mangel an Finanzierungsmöglichkeiten verdeutlicht die Finanzierungslücke in diesem Segment.

Nach erfolgter Risikokapitalbeteiligung ändert sich das Bild dahingehend, dass der Mangel an Finanzierungsmöglichkeiten als Wachstumshemmnis an Bedeutung verliert, da mit guter Eigenkapitalausstattung andere Finanzierungsmöglichkeiten zugänglich werden. Damit einhergehend sinkt weiters das finanzielle Risiko. Ebenso scheint der Zugang zu Informationen über Märkte zuzunehmen und an Relevanz für gehemmtes Wachstum zu verlieren. Organisatorische Probleme gewinnen hingegen an Bedeutung, was auf die wachsenden Strukturen und die steigenden Reportinganforderungen zurückzuführen ist; mit

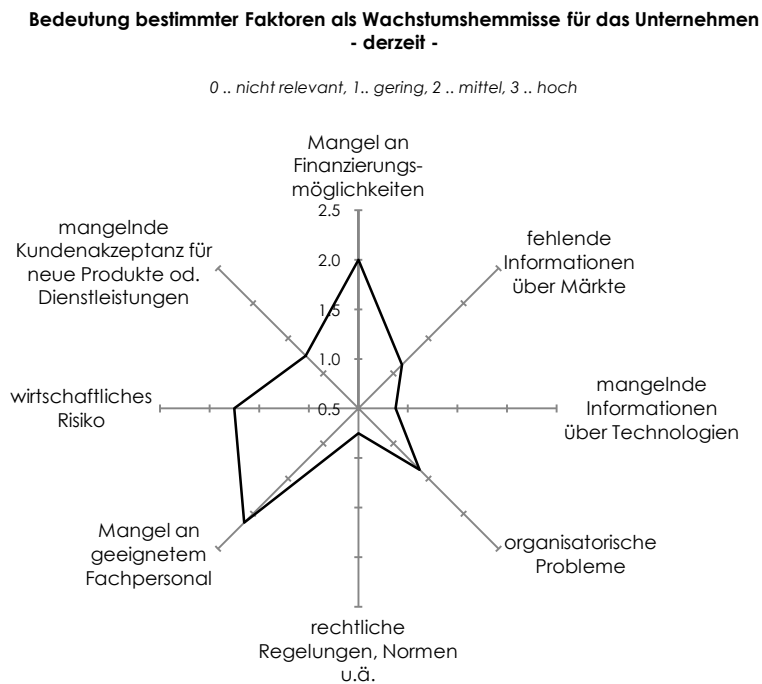
zunehmender Unternehmensentwicklung gewinnt auch der Mangel an geeignetem Personal zusehends an Bedeutung (Abbildung 85).

Darauf aufbauend wurde tiefergehend gefragt, was sich in Folge der PE/VC-Finanzierung im Unternehmen verändert hat. Hier wird vor allem eine starke Verbesserung der Marktpräsenz und des Kundenservices, gefolgt von Finanzierungsmanagement und Innovationstätigkeiten, genannt. Umgekehrt hatte die Risikokapitalbeteiligung auf die Kosteneffizienz und die Schutzmaßnahmen für geistiges Eigentum kaum Auswirkungen (Abbildung 86). Diese Themen waren offensichtlich schon vor der Risikokapitalbeteiligung gut ausgestaltet, was in der Regel entscheidend zum positiven Verlauf der Investmententscheidung beiträgt.

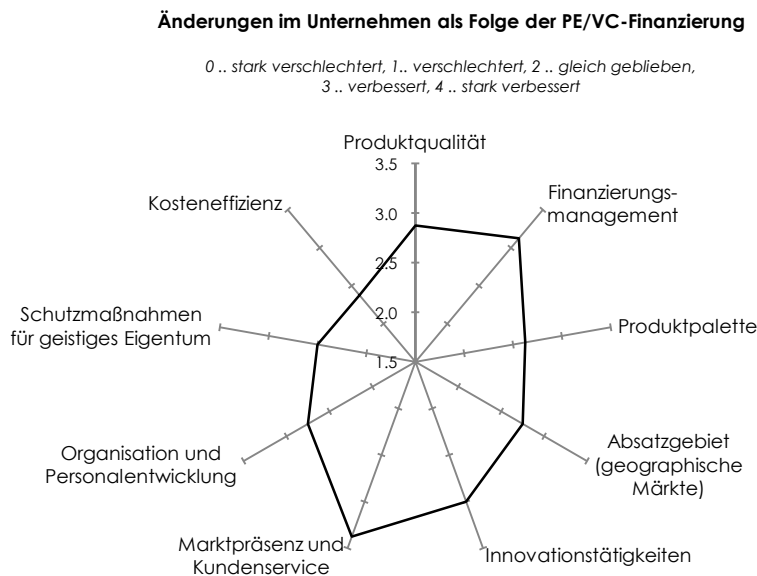
**Abbildung 84 Bedeutung bestimmter Faktoren als Wachstumshemmnisse für das Unternehmen - vor der PE/VC-Finanzierung**



**Abbildung 85 Bedeutung bestimmter Faktoren als Wachstumshemmnisse für das Unternehmen – derzeit –**



**Abbildung 86 Änderungen im Unternehmen als Folge der PE/VC-Finanzierung**



In Summe bestätigen diese Ergebnisse neben der besonderen Finanzierungsfunktion auch auf eine Mehrwertfunktion der Risikokapitalbeteiligung hin. Die sich auch dahingehend äußert, dass Unternehmen nach der Risikokapitalfinanzierung eine stärker ausgeprägte Orientierung auf die klassischen Wachstumsstrategien, Innovation, Produktdiversifizierung



und Internationalisierung zeigen, die durch den Input von Know-how und Managementkompetenz durch den Risikokapitalgeber begründet ist.

## **12.5 INNOVATIONSVERHALTEN**

Die Befragung legte auch ein besonderes Augenmerk auf das Innovationsverhalten der Unternehmen, sowohl auf das Produkt bzw. die Prozesse, als auch auf die Management- und Organisations-Strukturen. Dabei sollten die Unternehmen angeben, welche Innovationen sie seit 2008 durchgeführt haben und mit welchen Mitteln sie diese schützen.

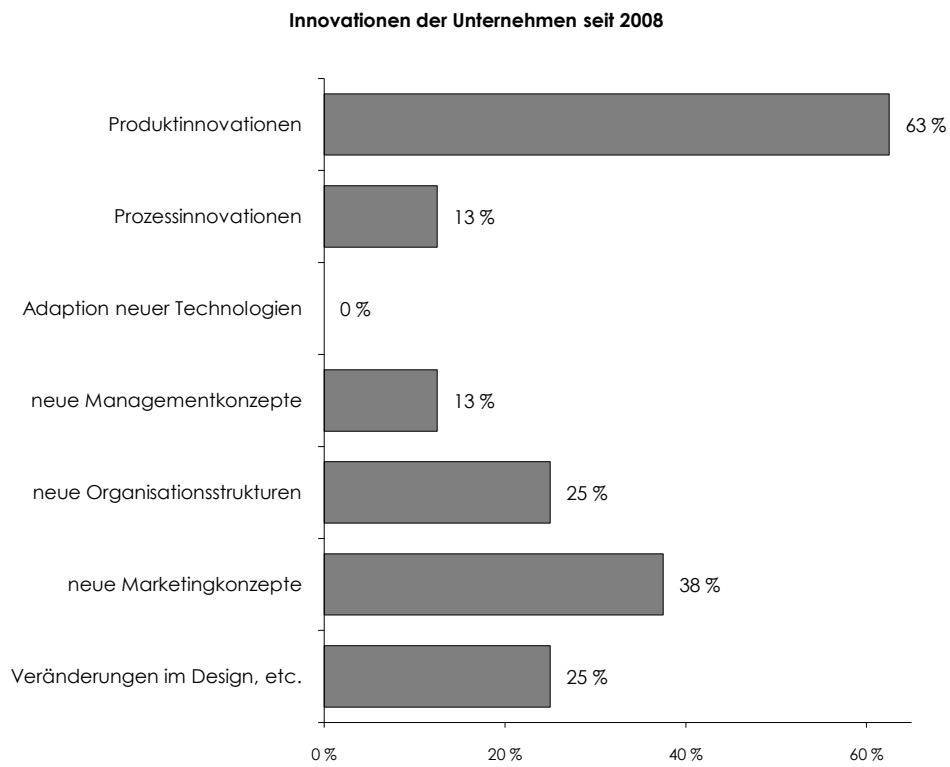
In diesem Zeitraum geben 63% der Befragungsteilnehmer an, Produktinnovationen ("Produkte oder Dienstleistungen, die am Markt neu sind oder merklich verbessert wurden") durchgeführt zu haben. Prozessinnovationen ("Produktionsverfahren, die im Unternehmen oder die für Ihre Branche neu sind oder merklich verbessert wurden") haben 13% der Befragungsteilnehmer durchgeführt. Eine Adoption neuer Technologien ("Einführung bereits bestehender Produktionsverfahren, Produkte oder Dienstleistungen, die zwar nicht für die Branche, aber für das Unternehmen neu sind") wurde von keinem Befragungsteilnehmer durchgeführt (Abbildung 87).

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. Einführung neuer Marketingkonzepte (38%), Veränderungen im Design und die Einführung neuer Organisationsstrukturen (jeweils 25%) sowie die Einführung neuer Managementtechniken (13%) werden ebenfalls von den Befragungsteilnehmern als Innovationen angegeben.

Die zweite Frage, ob das Unternehmen in den letzten Jahren Gebrauch von bestimmten Schutzmaßnahmen für die eigenen Produktinnovationen gemacht hat (Abbildung 88), erlaubt gewisse Rückschlüsse über den Wert der gemeldeten Produktinnovationen. Der hohe Anteil der gemeldeten Produktinnovationen (63%, Abbildung 87) werden in ihrem Wert für hoch genug eingeschätzt, um diese auch aktiv zu schützen; 88% der Befragungsteilnehmer verweisen auf die Anmeldung gewerblicher Schutzrechte (Patente, Markenrechte etc.), gefolgt von strikter Geheimhaltung (50%).

Die Nutzung des zeitlichen Vorsprungs gegenüber den Mitbewerbern, die vor allem für schwer patentierbare, inkrementelle Innovationen mit kurzen Produktzyklen typisch ist, wird von 25% der Befragungsteilnehmer als Strategie zum Schutz von Innovationen angegeben (vgl. Abbildung 88).

**Abbildung 87 Innovationen der Unternehmen seit 2008**



**Abbildung 88 Maßnahmen zum Schutz von Innovationen und Erfindungen in den letzten Jahren**



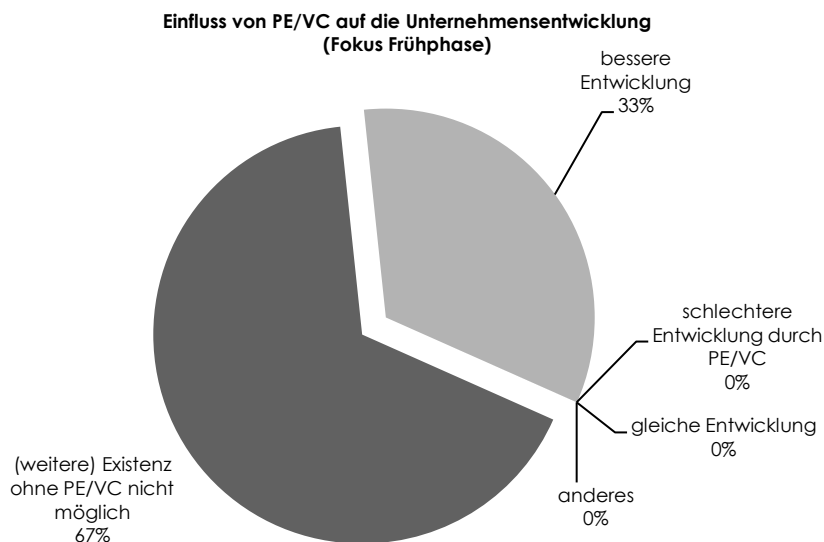
## 12.6 RISIKOKAPITAL-IMPACT

Die direkte Frage "Wie wirkt sich die Risikokapitalfinanzierung auf die Entwicklung Ihres Unternehmens aus?" ist ein bewährter und in einer Reihe von früheren Studien gewählter Weg, um eine Einschätzung des spezifischen Impacts durch die risikokapitalfinanzierten Unternehmen selbst zu bekommen.

Neben früheren Studien der European Venture Capital Association (EVCA, 2001, 2002) hat die Studie „Der Einfluss von Private Equity (PE) und Venture Capital (VC) auf Wachstum und Innovationsleistung österreichischer Unternehmen“ (Jud et al., 2006) für den österreichischen Markt erhoben, dass 36,6% der befragten Unternehmen auf diese Fragestellung antworten, "die (weitere) Existenz des Unternehmens wäre ohne Risikokapital nicht möglich gewesen", weitere 46,5% verwiesen auf eine "bessere Entwicklung des Unternehmens durch PE/VC". Die vorliegende Studie kommt zu einem sehr ähnlichen Ergebnis, wobei 67% der befragten Unternehmen auf diese Fragestellung antworten, dass "die (weitere) Existenz des Unternehmens ohne Risikokapital nicht möglich gewesen wäre" und weitere 33% verweisen auf eine "bessere Entwicklung des Unternehmens durch PE/VC" (Abbildung 89).

Der beinahe doppelt so große Anteil der Befragungsteilnehmer, der ohne Risikokapital keine Zukunft für das betreffende Unternehmen sieht, lässt sich mit der aus Unternehmen in der Frühphase bestehenden Stichprobe erklären (die Befragung von Jud et al, 2006, richtete sich an risikokapitalfinanzierte Unternehmen unabhängig von ihrer Unternehmensphase).

**Abbildung 89 Einfluss von PE/VC auf die Unternehmensentwicklung (Fokus Frühphase)**



## 12.7 ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

Es bestätigt sich sechs Jahre nach der Durchführung der Studie von Peneder et. al., 2006, die Gültigkeit der damals erhaltenen Ergebnisse. Sie verstärken sich sogar durch den Fokus der vorliegenden Studie auf Frühphasenunternehmen. Die Selektionsfunktion und die besondere

Finanzierungsfunktion der Risikokapitalbeteiligung spiegeln sich im Ergebnis der Befragung wider. Die damalige Schlussfolgerung: „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“ (Jud et al., 2006) gilt umso mehr für das Frühphasensegment und kann durch die vorliegende Studie nur unterstrichen werden.

Frühphasen-Unternehmen weisen einen mangelnden Zugang zu alternativen Finanzierungsformen auf und benötigen neben Eigenkapital Managementunterstützung und Know-how zur weiteren Umsetzung der Unternehmenskonzepte. Es konnte gezeigt werden, dass die Risikokapitalbeteiligung maßgeblichen Einfluss auf die zusätzliche Gewinnung anderer Finanzierungspartner hat (Finanzierungsfunktion). Ebenso maßgeblich ist der Einfluss auf die weitere Entwicklung bzw. Existenz auf das betreffende Unternehmen. Durch Know-how und Managementunterstützung werden durch Risikokapitalgeber wichtige Inputs eingebracht. Diese beinhalten etwa Informationen über Märkte, die Erhöhung von Wachstumschancen und minimieren gleichzeitig das wirtschaftliche Risiko. Lediglich der erhobene geringe Einfluss auf den Zugang zu geeignetem Fachpersonal und steigende organisatorische Anforderungen durch die Implementierungen wurden von den Befragungsteilnehmern als problematisch eingestuft. Durch die Risikokapitalbeteiligung steigen die Marktpräsenz und die Innovationstätigkeit ebenso wie die Fertigkeiten im Finanzierungsmanagement der betreffenden Unternehmen.

## **13 Erfassung und Beschreibung von Hemmnissen für die Finanzierung von Frühphasen- und von Wachstumsunternehmen**

### **13.1 FRÜHPHASENFINANZIERUNGEN**

Die Frühphasenfinanzierung in Österreich ist nach wie vor unterentwickelt. Hemmnisse für eine weitere Entwicklung sind vielfältig und liegen in den letzten Jahren in Kombination mit den allgemein schwierigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen durch die internationale Finanzkrise vor, die zusätzlich die eher zurückhaltende Einstellung institutioneller Investoren, insbesondere was Kommitments an Frühphasenfonds betrifft, verstärkt.

Hölzl und Reinstaller (2012) untersuchen die Argumente für und gegen eine staatliche Unterstützung von jungen technologieorientierten Unternehmen bei der Überführung technologischer Neuerungen in marktfähige Produkte. Ausgangspunkt ist die Hypothese, dass gerade in dieser Phase der Unternehmensentwicklung kritische Finanzierungsengpässe entstehen, weil einerseits die traditionelle Forschungsförderung nicht mehr zur Anwendung kommt, andererseits die Unternehmen v.a. über intangible Vermögenswerte verfügen, die im Kreditgeschäft als Sicherheiten nur wenig Gewicht haben. Diese finanzielle Durststrecke wird in der Literatur häufig auch als „Todestal“ (Death Valley) bezeichnet, in dem viele Unternehmen bei der Markteinführung von Innovationen und damit an der Umsetzung ihrer Wachstumsziele scheitern.

Die Analyse wird durch eine explorative Unternehmensbefragung mit einer Bruttostichprobe von 333 innovativen Unternehmen ergänzt. Bei einer Rücklaufquote von 50% verfügen die Autoren über eine Nettostichprobe von 165 Unternehmen, die den Fragebogen beantwortet haben. Die befragten Unternehmen sind durchschnittlich sehr jung, klein und exportorientiert. Rund 56% der befragten Unternehmen zeigen sich von Finanzierungsbeschränkungen betroffen. Diese sind dadurch definiert, dass sie bestimmte Finanzierungen nicht oder nicht in dem gewünschten Ausmaß nutzen können. In der Regel führt das dazu, dass sich die Innovationsvorhaben bzw. deren Markteinführung verzögert. In wenigen Fällen wurden diese Vorhaben sogar gänzlich eingestellt.

Die Mehrzahl der befragten Unternehmen sieht die Aufstockung von externem Eigenkapital bzw. Mezzaninkapital als die wirksamste Finanzierungsform, um die nachhaltige Entwicklung des Unternehmens sicherzustellen. Umgekehrt streben aber nur wenige von ihnen auch tatsächlich eine solche Finanzierung an. Stattdessen wird vor allem auf öffentliche Förderungen, Eigenkapitalaufstockungen der Gesellschafter oder auf Bankenfinanzierung zurückgegriffen. Diese Differenz gibt einen Hinweis darauf, dass die meisten jungen und technologieorientierten Unternehmen nur schwer Zugang zu den zuvor genannten Finanzierungsformen finden.

Bei der Einschätzung wirtschaftspolitischer Maßnahmen bezeichnen finanzierungsbeschränkte Unternehmen insbesondere die Verbesserung der Rahmenbedingungen für Venture Capital und die Bereitstellung von öffentlichem Venture Capital als besser geeignet als nicht finanzierungsbeschränkte Unternehmen. Eine vergleichsweise geringe Eignung wird hingegen steuerlichen Begünstigungen oder geförderten Beratungsleistungen zur Markteinführung zugeschrieben. Zinsbegünstigte

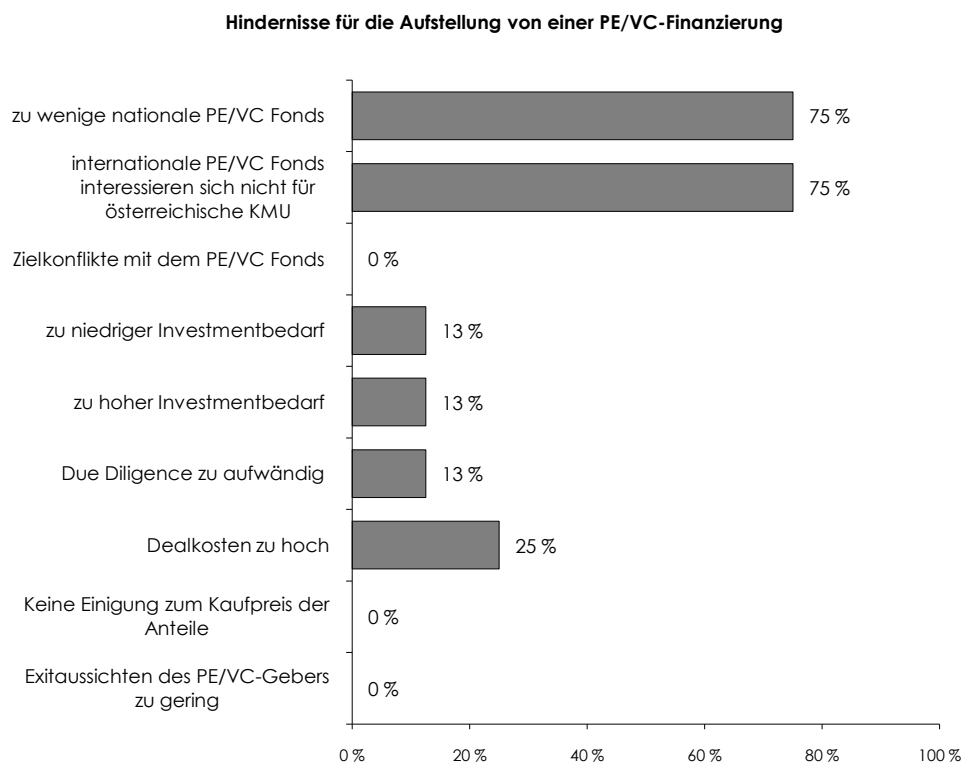
Darlehen werden sowohl von Unternehmen mit als auch von solchen ohne Finanzierungsbeschränkungen als attraktiv angesehen.

Im vorliegenden Kapitel wird ausgehend von der im Kap. 12 (vgl. S. 174) beschriebenen Unternehmensbefragung eine Analyse der Hindernisse für die Aufstellung einer Risikokapitalfinanzierung abgefragt.

### 13.2 HEMMNISSE AUS UNTERNEHMENSICHT

Die bedeutendsten Schwierigkeiten, die dabei zu Tage traten, sind einerseits die zu kleine Risikokapital-Szene in Österreich und andererseits das zu geringe Interesse internationaler Fonds an österreichischen Unternehmen. Jeweils 75% der Befragungsteilnehmer gaben diese beiden Punkte als Hauptprobleme an. Ist ein Risikokapitalpartner identifiziert, so sehen 25% der Befragungsteilnehmer die Dealkosten als zu hoch an und jeweils 13% haben die Erfahrung gemacht, dass die Investmenthöhe nicht adäquat ist (zu hoch oder zu niedrig) bzw. dass die Due Diligence zu aufwendig ist. Zielkonflikte mit dem Risikokapitalfonds, keine Einigung zum Kaufpreis und zu geringe Exitaussichten des Risikokapitalgebers sind aus Unternehmenssicht keine Hindernisse für das Zustandekommen eines Risikokapitalinvestments (Abbildung 90).

**Abbildung 90 Hindernisse für die Aufstellung von einer PE/VC-Finanzierung**



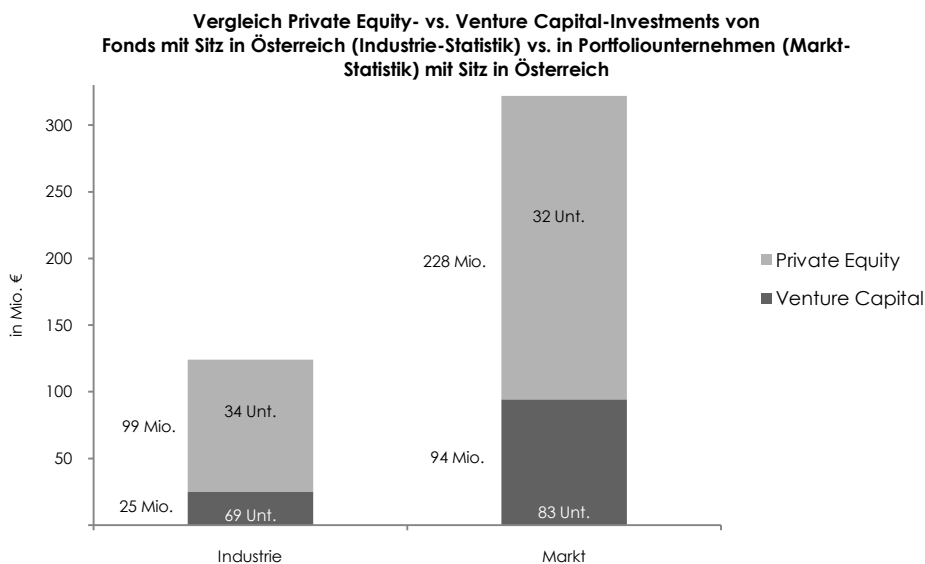
#### 13.2.1 Zu wenige nationale Risikokapitalfonds in Österreich

Der österreichischer Dachverband der Private Equity und Venture Capital Industrie (AVCO) zählt neben seinen assoziierten Mitgliedern 16 sogenannte ordentliche (Risikokapitalgebende) Mitglieder. Diese verwalten rund 80% des in Österreich verfügbaren Risikokapitals.

Von diesen 16 ordentlichen Mitgliedern sind nach Analyse ihres Investmentfokus vier auch im Frühphasenbereich tätig, wenn auch teilweise nur auf regionaler Ebene aktiv. Selbst für einen kleinen Markt wie Österreich sind das wenige Marktteilnehmer, die als Ansprechpartner für eine Frühphasenfinanzierung für die österreichischen KMU in Frage kommen.

Berücksichtigt man noch, dass für ein erfolgreich zustande kommendes Risikokapitalinvestment auch mehrere „Matchingfaktoren“ erfüllt sein müssen, so ist die Selektionswirkung noch größer. Neben dem Phasenfokus müssen in der Regel auch Faktoren wie ein passender Branchenfokus, die Teamzusammensetzung, gewisse Umsatzmindestwerte etc. aber allem voran ein positiver Match von anvisierter Investmenthöhe des Fonds und dem Kapitalbedarf des Unternehmens vorliegen. Aus Fondssicht ist dies ebenso ein Hemmnis, wie aus Unternehmenssicht. Im internationalen Vergleich wird in der Regel von mehreren Risikokapitalfonds im Rahmen eines Investmentkonsortiums in ein Unternehmen investiert, in Österreich ist dies nur in geringerem Ausmaß zu beobachten. Daher wäre es aus Sicht der österreichischen Fonds von Vorteil, wenn ein größerer Markt mit zahlreichen möglichen Konsortialpartnern vorhanden wäre. Dies führt auch zu einem, im Vergleich zu den Engagements internationaler Risikokapitalinvestoren in Österreich geringen Gesamtvolumen an investierten Mitteln (siehe 13.2.2), wie anhand der Industriekennzahlen für 2011 aus Abbildung 91 hervorgeht. Dies trifft sowohl auf die Private Equity-Investments, als auch auf die Venture Capital-Investments zu.

**Abbildung 91 Vergleich Private Equity- vs. Venture Capital-Investments von Fonds mit Sitz in Österreich (Industrie-Statistik) vs. in Portfoliounternehmen (Markt-Statistik) mit Sitz in Österreich, 2011**



### 13.2.2 Mangelndes Interesse internationaler Risikokapitalfonds an österreichischen KMU

Die Alternative zu nationalen Risikokapitalgebern sind naturgemäß international agierende Fonds. Betrachtet man die Resultate der Markt-Statistik (vgl. Kap. 5.1.1, S. 62), so ist davon auszugehen, dass zumindest ein Teil des Volumens, das von den österreichischen

Frühphaseninvestoren nicht aufgebracht werden kann, von ausländischen Investoren kommt. Da 75% der Teilnehmer der Unternehmensbefragung hier einen Engpass bzw. ein Hemmnis für die Frühphasenfinanzierung von Unternehmen sehen, muss jedoch davon ausgegangen werden, dass nicht genug ausländische Investoren bereit sind, in österreichische KMU zu investieren. Dies kann einerseits am geographischen Investmentfokus der international agierenden Risikokapitalgeber liegen, der Österreich nicht mit einschließt. Andererseits kann auch der niedrigere Investmentbedarf heimischer KMU dazu führen, dass Projekte nicht auf dem „Radar“ der ausländischen Risikokapitalgeber erscheinen. Die Wahrscheinlichkeit, internationale Risikokapitalgeber für ein Finanzierungskonsortium zu gewinnen, steigt aber, wenn ein einheimischer Risikokapitalgeber in das Projekt investiert.

In Österreich kann davon ausgegangen werden, dass durch die geringe Anzahl an Frühphasen-Risikokapitalgeber dieser Hebel nicht groß genug ist und durch eine größere Anzahl von Marktteilnehmern gesteigert werden könnte.

### **13.2.3 Investmentvolumen**

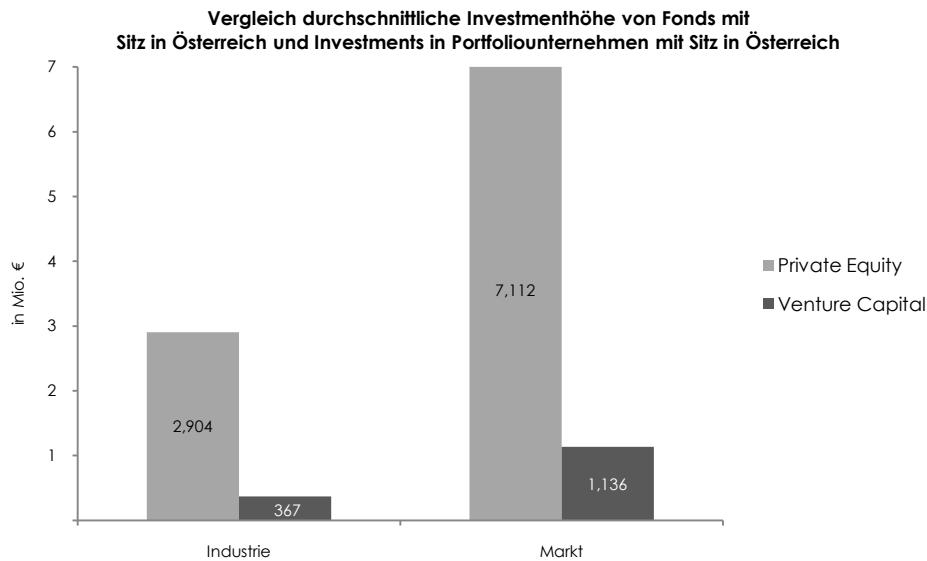
Das pro Unternehmen investierte Volumen ist im Frühphasenbereich in der Regel kleiner, als in späteren Unternehmensphasen. In Österreich ist zudem zu beobachten, dass das von den österreichischen Fonds investierte Risikokapital pro Unternehmen unter dem durchschnittlichen Investment internationaler Risikokapitalinvestoren liegt, die in österreichische Unternehmen investieren. Private Equity-Investments österreichischer Risikokapitalinvestoren liegen 2011 im Durchschnitt bei € 2,9 Mio. pro Unternehmen. Frühphaseninvestments, also Venture Capital-Beteiligungen, durch österreichische Risikokapitalinvestoren (Industrie-Statistik) liegen 2011 im Durchschnitt bei lediglich € 367.000. Betrachtet man die Investments, die in alle österreichischen Unternehmen getätigt wurden (Markt-Statistik), so sind die Private Equity-Investments mit durchschnittlich € 7,1 Mio. pro Unternehmen knapp zweieinhalb Mal so groß und die Frühphaseninvestments mit € 1,1 Mio. pro Unternehmen sogar mehr als dreimal so groß (Abbildung 92).

Die österreichische Venture Capital-Industrie kann also im Vergleich zu ihren internationalen Mitbewerbern nur kleinere Investments darstellen. Selbst unter der Berücksichtigung, dass teilweise Finanzierungskonsortien vorliegen, also die Investmentsumme der Unternehmen von mehreren Investoren dargestellt wird, liegt die durchschnittliche Investmenthöhe österreichischer Risikokapitalgeber in der Frühphase unter jener der international agierenden (vgl. Kap. 5.1.1, Abbildung 10).

Andererseits liegt der Kapitalbedarf der österreichischen Unternehmen in der Regel deutlich über den Möglichkeiten der österreichischen Frühphasen-Risikokapitalgeber, was von 13% der Befragungsteilnehmer der Unternehmensbefragung auch so angegeben wird. Genauso viele beklagen allerdings das genaue Gegenteil, nämlich, dass ihr Investmentbedarf unter den Mindestinvestmentgrößen der österreichischen Risikokapitalgeber liegt (siehe Abbildung 90).



**Abbildung 92 Vergleich durchschnittliche Investmenthöhe von Fonds mit Sitz in Österreich (Industrie-Statistik) und Investments in Portfoliounternehmen (Markt-Statistik) mit Sitz in Österreich, 2011**



### 13.2.4 Due Diligence und Dealkosten

Investitionsentscheidungen werden erst nach einer sorgfältigen Prüfung der potentiellen Beteiligungsunternehmen und nach eingehender Evaluierung des identifizierten Risikos, des Renditepotentials sowie der Exit-Möglichkeiten getroffen. Vorbereitet werden diese Grundlagen für die Investitionsentscheidungen üblicherweise durch das Fondsmanagement und deren Berater (Steuerexperten, Rechtsexperten, Technologie-Experten etc.). Die Dauer der Due Diligence kann je nach Einzelfall stark variieren, jedoch sind drei Monate ein guter Richtwert für diesen Prozess. Die Analyse widmet sich im Wesentlichen zwei Hauptthemen, nämlich der Vergangenheitsanalyse – Prinzip der möglichst lückenlosen Information – einerseits und der strategischen Analyse – Prinzip der Zukunftsbezogenheit – andererseits. Im Detail werden dabei Aspekte wie i) Management und Organisation, ii) Markt- und Wettbewerbssituation, iii) Produkt und Technologie, iv) Marketing und Vertrieb, v) Produktion und Logistik, vi) Finanzierung, vii) strukturelle und rechtliche Rahmenbedingungen, viii) aktuelle wirtschaftliche Situation sowie ix) Unternehmensplanung behandelt (Kaltenegger et al., 2008).

Die direkten Kosten für die Due Diligence sowie für die Deal-Abwicklung trägt üblicherweise der Risikokapitalgeber. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn der Deal schlussendlich zustande kommt. Sollten es aus irgendeinem Grund während des Due Diligence-Prozesses zu einem Abbruch kommen, so gibt es in der Regel dafür im Vorfeld getroffene spezielle Vereinbarungen.

In der Regel sollten also die von 25% der Befragungsteilnehmer (Abbildung 90) angegebenen hohen Deal-Kosten keine gravierende hemmende Rolle für Frühphaseninvestments spielen, hier ist ggf. Aufklärungsarbeit zu leisten. Auch wenn ein gewisser Rest-Aufwand (Vorbereitung, Akquise, Anbahnung etc.) natürlich bleibt.

Der Aufwand für die Due Diligence, immerhin von 13% der Befragungsteilnehmer (Abbildung 90) als Hemmnis angegeben, ist naturgemäß beträchtlich und setzt in der Regel entsprechende Strukturen bzw. qualifizierte Berater voraus. Aus Unternehmenssicht ist dieser Prozess vor allem hinsichtlich der eingesetzten Ressourcen von Bedeutung, um die Informationsbedürfnisse des potentiellen Risikokapitalgebers zu befriedigen. Dieser Prozess ist allerdings zur Bereinigung der Informationsasymmetrie zwingend erforderlich und lässt sich in der Regel nicht umgehen. Eine Optimierung im Zuge von Schwerpunktsetzungen, die evtl. im Einzelfall angezeigt sind, kann hier unter Umständen eine Entlastung herbeiführen.

### **13.3 ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

Die von den Unternehmern rückgemeldeten Hemmnisse für die Finanzierung von Frühphasen und von Wachstumsunternehmen werden von der Einschätzung dominiert, dass die österreichische Risikokapitalindustrie speziell im Frühphasenbereich zu klein ist und hier ein Mangel im Angebot an Frühphasenkapital besteht. Gleichzeitig wird ein mangelndes Interesse von ausländischen Risikokapitalanbietern wahrgenommen. Das Angebot hier zu vergrößern und die Internationalisierung voranzutreiben, ist auch ein Anliegen der Risikokapitalgeber, da damit die Möglichkeiten zur Syndizierung steigen, was als Instrument zum Risikomanagement unabdingbar ist.

Das problematische Matching von Investmentbedarf auf Unternehmensseite und des Investitions-Mindest- oder -Maximalbetrags auf Risikokapitalgeberseite wird neben der komplexen Deal-Struktur und der Befürchtung von nicht darstellbaren Kosten meist durch Informationsmangel begründet. Eine fundierte Due Diligence ist aber teilweise auch unabdingbar, um qualitativ hochwertige Investmententscheidungen treffen zu können.

## **14 Auswertung der österreichischen Exitsituation im internationalen Vergleich**

### **14.1 EXITSITUATION**

Wie im Funktionsmodell von Risikokapital (vgl. Kap. 3.2, S. 27) erläutert, sind Risikokapitalbeteiligungen immer zeitlich befristete Partnerschaften. Der Risikokapitalgeber – und damit Miteigentümer des Unternehmens – schichtet sein Kapital nach einer gewissen (i. d. R. ca. fünfjährigen) Zeitspanne wieder ab. Er hat im Zuge der Veräußerung seiner Anteile die einzige Möglichkeit, eine Rendite für seine Investoren zu erwirtschaften.

Gelingt es nicht, eine Wertsteigerung des Unternehmens im Rahmen der Beteiligungsdauer zu erwirtschaften, oder geht das Investment verloren (bzw. das Unternehmen in Konkurs), so trägt der Risikokapitalgeber das gleiche Risiko wie alle anderen Miteigentümer.

Aus Sicht der Investoren besticht die "Asset Class" Risikokapital mit unterschiedlichen Möglichkeiten, das investierte Kapital wieder aus dem Portfoliounternehmen (PU) abzuschichten. Auch aus der Perspektive des PU stellt dies einen Vorteil dar, da die Exitroute auch auf die jeweilige Situation des PU abgestimmt werden kann. Je nach Branche, Unternehmensphase und spezieller Situation des PU stehen somit mehrere Alternativen zur Verfügung wie „Trade Sales“, „Secondary Deals“ und natürlich nicht zuletzt der Börsengang (IPO), die in Kap. 3.2.4 (vgl. S. 29) näher beschreiben wurden.

Eine spezielle Form des Exits stellt der nicht zuletzt aufgrund der Finanzkrise häufiger auftretende "Write Off" (die totale Abschreibung) eines Investments dar (Hertz-Eichenrode, et al., 2011). Dies tritt im Falle eines Scheiterns eines Investments ein, wenn der Wert des PU vernichtet wurde und der Return für den Investor null ist (EVCA, 2012a). Natürlich stellt dies keine geplante oder angestrebte Exitroute dar, dennoch ist dies Teil des Risikokapital-Geschäftsmodells, der im hohen Risiko der Investitionen begründet ist und dem durch fundiertes Portfoliomanagement begegnet wird.

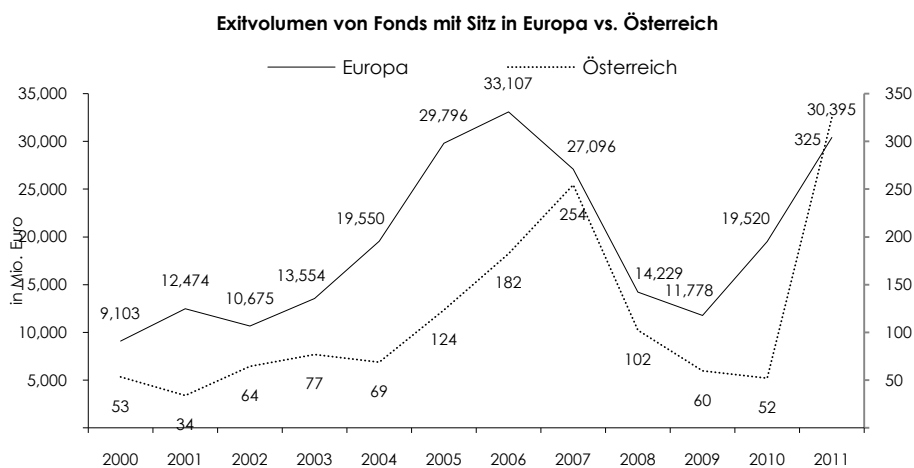
Ein weiterer Vorteil von Risikokapital als Form der Eigentümerschaft (aus Sicht der PU) und von Risikokapital als „Asset Class“ (aus Sicht der Investoren) ist die Möglichkeit den Zeitpunkt des Deinvestments zu gestalten. Im Zuge der Finanzkrise zeigte sich, dass die Behaltdauer europaweit stieg und die Anzahl der Exits signifikant eingebrochen ist. Parallel war ein Anstieg der Anzahl der Nachfolgeinvestments zu beobachten, um die PU durch wirtschaftlich schwierige Phasen zu bringen (vgl. Kap. 5, S. 61).

Für einen internationalen Vergleich der österreichischen Exitsituation bietet sich naturgemäß der europäische Markt an, für den über das PEREP\_Analytics Tool empirische Daten vorliegen. Der Beobachtungszeitraum der Daten der österreichischen Risikokapitalgeber (2000-2011, Abbildung 93) umfasst nicht nur den letzten zur Verfügung stehenden Berichtszeitraum 2011, sondern auch die jüngere Vergangenheit und damit neben der aktuellen internationalen Finanzkrise auch die Phase nach der Jahrtausendwende, in der die Auswirkungen der geplatzten „Technologieblase“ ebenfalls mit abgebildet sind. Die Daten aus Sicht der österreichischen Unternehmen liegen erst seit 2007 vor (Abbildung 94).

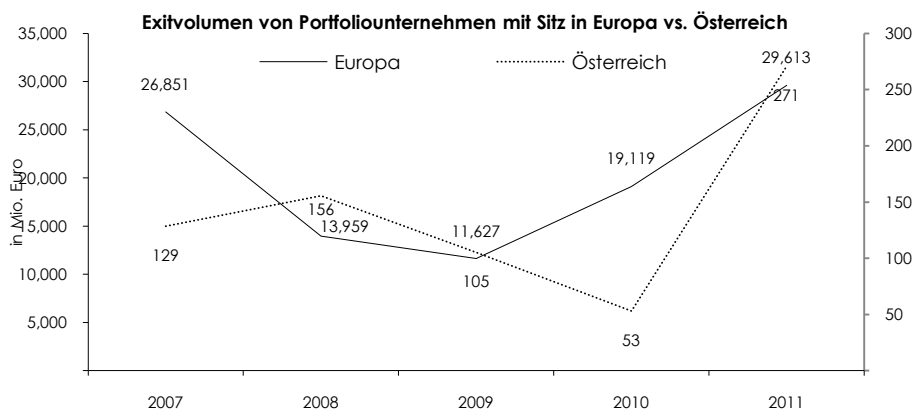
In Abbildung 93 wird die Entwicklung des Exit-Volumens in Europa und in Österreich dargestellt. Es zeigt sich dabei, wenn auch auf unterschiedlichem Niveau, ein fast identer

Verlauf der Entwicklung. Auch in der kleinen österreichischen Risikokapitalindustrie steigt wie im Rest Europas die Exit-Tätigkeit bis zum Jahr 2006/2007 kontinuierlich an. Es werden die in den Vorjahren getätigten Investments abgeschichtet, danach – mit Beginn der internationalen Finanzkrise – ist ein Einbruch der Exit-Volumina zu beobachten, der sich in Europa relativ schnell wieder erholt. In Österreich ist der außergewöhnlich hohe Wert des Exitvolumens 2011 durch ein Einzelereignis von überdurchschnittlicher Größe (BorsodChem, "Trade Sale", keine konkreten Zahlen veröffentlicht) beeinflusst. Bereinigt um diesen Sonderfall kann die österreichische Risikokapitalindustrie die Erholung der gesamteuropäischen Exit-Entwicklung nicht darstellen und bleibt dahinter zurück. Derselbe Fall tritt bei Betrachtung aus Perspektive der Portfoliounternehmen ein (Abbildung 94). Auch hier bricht das Exitvolumen im Zuge der Krise ein und erholt sich auf europäischer Ebene relativ rasch wieder. In Österreich wird der Wert für 2011 abermals aufgrund eines einzelnen großen Exits (Austria Metall/AMAG, "Flotation"/IPO, keine konkreten Zahlen veröffentlicht) maßgeblich beeinflusst, so dass bei dem, ohne diesen Deal, verbleibenden geringen Gesamtvolumen nur von einer leichten, jedoch nicht von einer strukturellen Verbesserung der Situation ausgegangen werden kann.

**Abbildung 93 Exitvolumen von Fonds mit Sitz in Europa vs. Österreich**



**Abbildung 94 Exitvolumen von Portfoliounternehmen mit Sitz in Europa vs. Österreich**

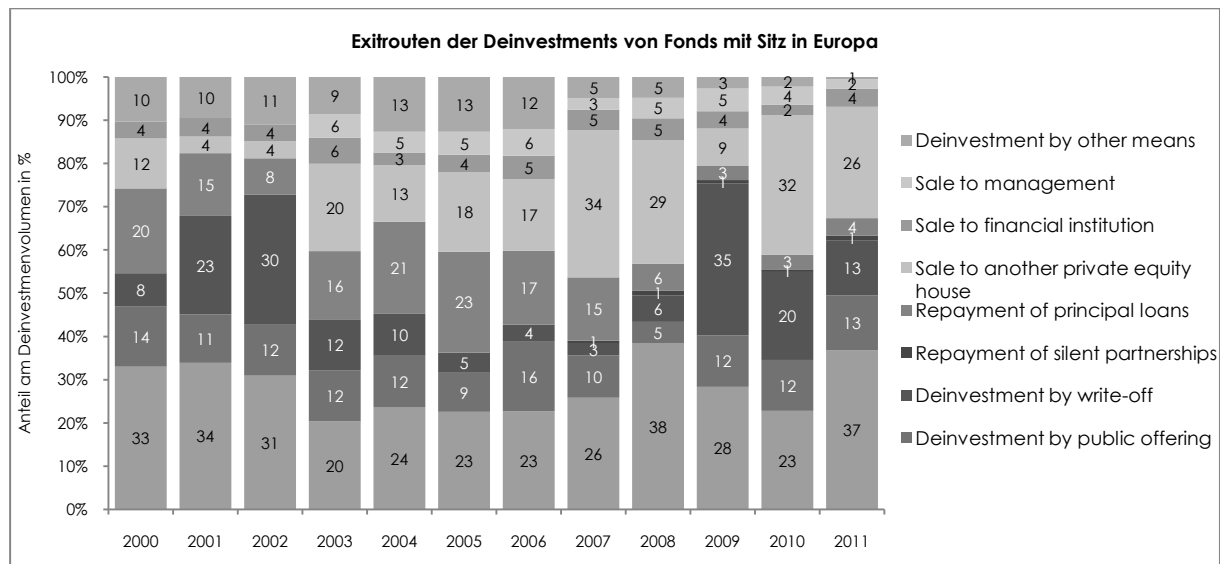


Auch die Analyse der Exitrouten zeigt Indikationen, die die Auswirkungen der internationalen Finanzkrise darstellen. Am augenscheinlichsten drückt sich das in der schlagartigen Zunahme der Abschreibungen ("Write Offs") aus, die ab 2008 in ganz Europa und auch in Österreich beobachtet werden kann. Eine ähnliche Entwicklung lässt sich nach der Jahrtausendwende (Platzen der „Technologieblase“) beobachten (Abbildung 95, Abbildung 96).

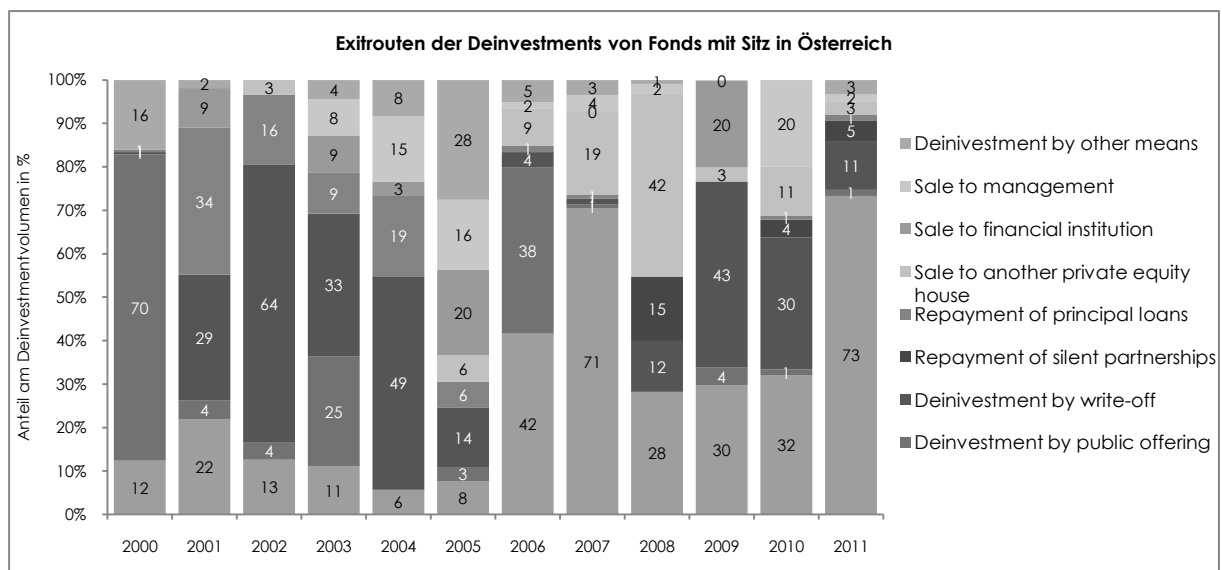
In Österreich (Abbildung 96) zeigt sich in der jüngeren Vergangenheit (seit 2006) der "Trade Sale" als die dominierende Exitroute der österreichischen Risikokapitalindustrie (Ausnahme: 2009) auch wenn der hohe Wert für 2011 abermals von einem großen Exit (BorsodChem, "Trade Sale", keine konkreten Zahlen veröffentlicht) entscheidend beeinflusst wird.

Auch in Europa (Abbildung 95) ist der "Trade Sale" ein wichtiger Exitkanal. Hier ist jedoch der „Sale to another private equity house“ annähernd gleich bedeutend. Auffällig bei der Betrachtung der europäischen Exitkanäle ist auch, dass das IPO-Segment mit Werten zwischen 10% und 16% (Ausnahme 2005: 9%, 2008: 5%) stabil ist, auch wenn es nicht den durch die Prominenz dieser Exitroute in der öffentlichen Wahrnehmung zu erwartenden Spitzenwert einnimmt. Im Gegensatz zur öffentlichen Meinung ist der IPO als Exitkanal nicht „der Königsweg“, sondern „nur“ einer von vielen Möglichkeiten, das investierte Kapital abzuschichten. In Österreich (Abbildung 96) spielt der IPO im Vergleich eine untergeordnete Rolle. Über den Beobachtungszeitraum (ausgenommen im Jahr 2000, wo der Anteil der IPO-getriebenen Exits 70% und 2006, wo der Anteil 38% am Gesamtvolumen darstellt), insbesondere mit Ausbruch der internationalen Finanzkrise, verlieren die IPOs als Exitkanal in der österreichischen Risikokapitalindustrie beinahe vollständig an Bedeutung.

**Abbildung 95 Exitrouten der Deinvestments von Fonds mit Sitz in Europa**



**Abbildung 96 Exitrouten der Deinvestments von Fonds mit Sitz in Österreich**



## 14.2 ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

Im internationalen (europäischen) Vergleich zeigen sich bei der Entwicklung der Exitsituation nicht nur erwartungsgemäß signifikant unterschiedliche Volumina, sondern auch bezüglich der Exitkanäle über den Zeitverlauf teilweise unterschiedliche Trends.

Es stellt sich dabei das "Trade Sale"-Segment als wesentlicher Kanal zum Abschichten von privatem Risikokapital heraus. Auf europäischer Ebene kommt noch der "Sale to another private equity house" als konstant bedeutendes Segment dazu. In Österreich obliegt die Situation aufgrund des geringen Gesamtvolumens und der damit verbundenen größeren Auswirkung von Einzel-Exits größeren Schwankungen. Doch auch hier kann dem "Trade Sale" große Bedeutung für den österreichischen Exit-Markt zugeschrieben werden.

Krisenbedingt nehmen die Abschreibungen zyklisch zu bzw. ab, wobei hier eine gewisse Zeitverzögerung mit der auslösenden Ursache zu beobachten ist. Ebenfalls krisenbedingt bricht das Gesamtvolumen der Exits dramatisch ein. In Europa erholt sich diese Entwicklung in den letzten Jahren zusehends, eine Tendenz, die in Österreich nicht beobachtet werden kann. Dies beruht unter Anbetracht der Tatsache, dass "Trade Sales" der dominierende Exitkanal in Österreich ist, insbesondere auch darauf, dass durch die geringe Größe und der kleinen Zahl an Marktteilnehmern (Risikokapitalgebern) eine kritische Masse bzw. ein optimales Verhältnis an Angebot und Nachfrage im österreichischen Markt nicht erreicht werden kann, bzw. durch das Ausscheiden von Marktteilnehmern auch weiter sinkt.

## 14.3 AUSBLICK

Ein Ausblick der zukünftig zu erwartenden Exits ist naturgemäß schwierig und muss differenziert betrachtet werden. Deinvestments richten sich in erster Linie nach Gesetzen von Angebot und Nachfrage. Vereinfacht gesagt, finden weniger Deinvestments (die ja in ihrer Natur einen „simplen“ Verkauf darstellen) statt, wenn weniger Nachfrage besteht und somit ein ungünstiger Zeitpunkt vorliegt, um zu verkaufen und die zu erwartenden Renditen daher schlecht wären (ähnlich liegt der Fall auch bei den Investments, wo ja in umgekehrter

Richtung der Unternehmer Anteile an den Risikokapitalgeber verkauft). Aus Sicht der Investoren ist die Möglichkeit, das Deinvestment sowohl bezüglich des gewählten Kanals, als auch bezüglich des gewählten Zeitpunktes zu gestalten eine Stärke der "Asset Class" Risikokapital.

Für den Finanzplatz Österreich ist hier natürlich vor allem die Entwicklung des Börseplatzes und die aus Risikokapital finanzierten Unternehmen resultierenden IPOs interessant, insbesondere aufgrund der Tatsache, dass in den vergangenen Jahren IPOs aus diesem Segment keine Rolle gespielt haben.

Zu diesem Thema wurde von der AVCO eine Studie mit dem Titel „Private Equity-Exit mittels IPO an der Wiener Börse – Pro & Contra“ (Marchart, 2011) durchgeführt, wo für den Zeitraum von zwei Jahren eine Potentialabschätzung für IPOs von in Österreich investierten PU erhoben wurde. Im Rahmen dieser Studie wurden für den Untersuchungszeitraum 12 geplante Exits mittels eines IPOs erhoben.

Dabei gaben die antwortenden Beteiligungskapitalunternehmen zur Frage nach dem geplanten Zeitpunkt des IPOs eine Abhängigkeit von mehreren Faktoren bezüglich des Umfelds und der Unternehmensentwicklung an: i) Bewertungen, Interesse institutioneller Investoren, ii) Appetit auf Technologie und Wachstumswerte, iii) Bewertungsniveau, iv) Höhe des potenziellen Platzierungsvolumens, v) "Equity Story", vi) Kapitalmarktstimmung. Für acht Portfoliounternehmen, für die ein IPO geplant ist, werden Angaben zum Standort gemacht. Diese befinden sich in Österreich (Niederösterreich, Vorarlberg, Wien), Polen und Deutschland. Für vier PU werden keine Angaben gemacht. Als Börsenstandort werden für drei von den genannten 12 IPOs (25%) die Börse Wien angegeben. Bei den in Betracht gezogenen ausländischen Standorten (u.a. Warschau, Zürich, Frankfurt) scheint teilweise die endgültige Entscheidung für einen konkreten Standort noch nicht gefallen zu sein, da mehr Standorte genannt werden, als IPOs geplant sind.

Für das damit erhobene Umsatzvolumen der Unternehmen der in den nächsten zwei Jahren geplanten IPOs ist eine Aussage für neun der genannten IPOs zu treffen, für die anderen Vorhaben wurde kein anvisiertes Umsatzvolumen des Unternehmens genannt. Für diese PE/VC-finanzierten KMU beläuft sich das kumulierte Umsatzvolumen auf € 458 Mio., davon betroffen sind bei sieben der angegebenen geplanten IPOs 1.050 Vollzeitäquivalente (VZÄ). Diese Daten zur Pipeline sind also als Mindest-Volumen bzw. -VZÄ zu betrachten.

Die anvisierten IPOs sind vorwiegend aus den Bereichen Biowissenschaften (2 Nennungen), Energie und Umwelt (2 Nennungen), Kommunikation (2 Nennungen), Unternehmens- und Industrieerzeugnisse (2 Nennungen) gemeldet. Sowie ebenfalls aus den Bereichen Bedarfsgüter und Einzelhandel, Chemikalien und Materialien, Dienstleistungen im Bereich Unternehmen und Industrie und Finanzdienstleistungen (je 1 geplanter IPO).

Es bleibt abzuwarten, ob sich die nationalen und internationalen Rahmenbedingungen, zu denen die o.g. Studie ebenfalls empirische Daten liefert, soweit erholen bzw. verbessern, dass das erhobene Potential an IPOs genutzt bzw. erweitert werden kann, was Gegenstand weiterer Untersuchungen bleiben wird.

## **15 AIFMD und mögliche Konsequenzen aus der nationalen Umsetzung**

Die „Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)“ ist eine Europäische Richtlinie zur Regulierung der Aktivitäten von Managern (AIFM)<sup>91</sup> alternativer Investmentfonds (AIF) (vgl. Richtlinie 2011/61/EU vom 08.06.2011). Ziel ist es, einen regulatorischen Rahmen zu schaffen, um systematische Risiken besser zu überwachen und zu managen, die AIFM für ihre Investoren und andere betroffene Marktteilnehmer erzeugen können.

AIFMD ist von der Europäischen Union im Juli 2011 veröffentlicht worden und muss innerhalb von zwei Jahren, das heißt also bis spätestens Juli 2013, in nationales Recht umgesetzt werden.

Ab dem Zeitpunkt ihres Inkrafttretens unterliegen alle neu gegründeten AIFM den neuen Bestimmungen. Bestehende AIFM, müssen innerhalb eines Jahres um eine Zulassung bei den zuständigen Regulierungsbehörden ansuchen und alle Maßnahmen setzen, um den neuen Regulierungsanforderungen zu genügen. Das gilt auch bezüglich älterer AIF, die von ihnen verwaltet werden, obwohl für diese zum Teil Übergangsbestimmungen vorgesehen wurden.

Das vorliegende Kapitel gibt einen Überblick über die Inhalte der AIFMD. Es untergliedert sich in vier Abschnitte, in denen erläutert wird:

- Welchen Mehrwert die Regulierung aus Sicht der Risikokapitalgeber besitzt.
- Was der Gültigkeitsbereich der Regulierung ist, wer davon betroffen sein wird und welche Ausnahmen bestehen.
- Worauf sich die Regulierung bezieht und welchen Umfang sie besitzen.
- Welche Auswirkungen und Folgen durch die Umsetzung von AIFMD für Österreich erwartet werden können.

### **15.1 MEHRWERT VON AIFMD AUS SICHT DER RISIKOKAPITALGEBER**

Ab einem Fondsvolumen von etwa € 100 Mio. haben Risikokapitalgeber die Möglichkeit neue Fonds im Zuge eines internationalen Fundraisings aufzubringen (vgl. Kap. 7.1, S. 119). Spricht man nicht nur heimische, sondern auch internationale Investoren an, kann man nicht nur die Gruppe seiner potentiellen Geldgeber substanziell erhöhen und damit auch die Chancen für einen Fundraisingserfolg steigern, sondern auch seine Investorenbasis diversifizieren und so die Erfolgssicherheit für zukünftige Fundraisingprozesse erhöhen sowie die damit verbundenen Kosten reduzieren.

Diesen Vorteilen eines internationalen Fundraisings stehen aber auch erhöhte Kosten und Aufwendungen gegenüber. Neben den erhöhten Telefon- und Reisekosten für eine

---

<sup>91</sup> Bei AIFM oder Alternative Investment Fund Managers handelt es sich üblicherweise nicht um natürliche Personen, sondern meist um Managementgesellschaften.



internationale Roadshow sowie den Kosten für die Produktion von Unterlagen und Berichten in einer geeigneten Sprache, sind das vor allem die Aufwendungen für Steuer- und Rechtsberatung, um den gänzlich unterschiedlichen Anforderungen der verschiedenen Europäischen Rechts- und Steuersystemen entsprechen zu können. Zu solchen Anforderungen, die in jedem europäischen Land anders geregelt sind, zählen beispielsweise Anmelde- oder Zertifizierungspflichten für bestimmte Rechtsgeschäfte bei einer oder unterschiedlichen Regulierungsbehörden, Risikoausweis- und Prospektspflichten beim Angebot von Veranlagungsprodukten, die Möglichkeit einer Betriebsstätten- und/oder Quellensteuerproblematik für interessierte Investoren und vieles mehr.

Mit der neuen AIFM Regulierung sollen die Kosten und Aufwendungen spürbar reduziert werden, die aufgrund unterschiedlicher nationaler Bestimmungen entstehen und die gerade für kleinere Fonds eine erhebliche Belastung bedeuten. AIFMD bietet einen europaweiten „Fundraisingpass“, der nach einer Anmeldung und Prüfung durch die jeweils zuständige nationale Behörde ausgestellt wird und an europaweit einheitliche Bedingungen und Anforderungen geknüpft sein soll.

Unbetroffen davon sind allerdings unterschiedliche, nationale Anforderungen und Regulierungen für die „Alternative Investment Funds“ (AIF) selbst, welche von der AIFM-Regulierung nicht erfasst werden. AIFMD richtet sich ausschließlich an „Alternative Investment Fund Managers“ (AIFM). Wer also plant einen Fonds unter seinem Management aufzulegen, muss sich dabei nach den jeweiligen rechtlichen und regulatorischen Bestimmungen des Landes richten, in dem er seinen Fonds einrichtet, ohne sich dabei auf seine Zertifizierung gemäß AIFMD berufen zu können.

## **15.2 GÜLTIGKEITSBEREICH UND AUSNAHMEN VON DER REGULIERUNG**

Da die AIFM-Regulierung als Ergänzung zu der bereits bestehenden Richtlinie für „Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)“ (vgl. Europäisches Parlament und Rat, 2011, Abs. 3, S. 3) konzipiert ist, richtet sie sich auch an das gesamte Spektrum der AIFM, die nicht unter die UCITS-Richtlinie fallen. Im Besonderen sind das,

- alle „Organismen für gemeinsame Anlagen“ und Abteilungen von diesen,
- die Kapital von mehreren Investoren aufbringen,
- mit dem Ziel, sie gemäß einer klar beschriebenen Investmentstrategie zum Nutzen der Investoren zu veranlagen.

Erfasst von der Richtlinien ist auch das Management nicht diversifizierter Fonds, die beispielsweise nur in ein einziges Asset investieren.

Nicht erfasst sind dagegen Family Offices und die von diesen verwendeten Investitionsvehikel bzw. alle Investitionsvehikel, die privates Vermögen investieren und kein Kapital von externen Investoren aufbringen.

Ausnahmen von der Richtlinie bestehen darüber hinaus z.B. für supranationale Institutionen wie die Weltbank, den Internationalen Währungsfonds, die EIB, den EIF, nationale Zentralbanken, öffentliche Körperschaften auf nationaler, regionaler und kommunaler

Ebene, Institutionen die Geld für Sozialversicherungsträger oder das Pensionssystem managen sowie Holdinggesellschaften.

Eine wesentliche Ausnahme besteht auch für AIFM, für die das gesamte Volumen aller gemanagten aktiven Fonds („Total Assets under Management“)

- nicht mehr als € 100 Mio. beträgt, wenn das Volumen auf Ebene der Fonds geleveraged ist und dadurch das Risiko der Fondsinvestoren erhöht wurde.
- nicht mehr als € 500 Mio. beträgt, wenn auf Ebene der Fonds kein „Leverage“ existiert und für die Fondsinvestoren innerhalb der ersten fünf Jahre, gerechnet ab dem „Initial Closing“, keine Rückzugsrechte aus den Fonds bestehen.

AIFM, die diese Kriterien erfüllen, müssen sich aber dennoch bei der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde registrieren lassen und bei der Registrierung Details über die gemanagten Fonds und ihre Investitionsstrategie bekanntgeben. Darüber hinaus sind sie verpflichtet, laufend über die Instrumente, die sie verwenden, sowie über die Risiken und Risikokonzentrationen, der von ihnen verwalteten Fonds, zu berichten. Entsprechend der Richtlinie handelt es sich dabei allerdings um Mindestbestimmungen, die bei ihrer Umsetzung in nationales Recht jedenfalls zu berücksichtigen sind aber auch erweitert werden können.

Mit diesen Ausnahmeregelungen hat die EU einen Unterschwellenbereich für die AIFM-Regulierung geschaffen, der „kleine Risikokapitalgeber“ von den administrativen Bürden einer Regulierung ausnimmt, weil sie schon aufgrund ihrer Größe keine systematischen Risiken erzeugen können und damit auch nicht unter die Zieldefinition der Regulierung fallen. Sie hat den nationalen Behörden aber auch die Freiheit eingeräumt, den Unterschwellenbereich über die genannten Grundanforderungen hinaus auszubauen oder auch durch die vollumfängliche Regulierung zu ersetzen.

Neben den Gestaltungsfreiheiten für die nationalen Behörden räumt AIFMD auch kleinen Risikokapitalgebern im Unterschwellenbereich Wahlmöglichkeiten ein. Da sie (zumindest aus europäischer Sicht) nicht unter die Regulierung fallen, können sie auch nicht an ihrem Mehrwert, dem „Europäischen Fundraisingpass“, und damit auch nicht an den vergünstigten Konditionen eines internationalen Fundraisings partizipieren. Um diese negative Konsequenz zu entschärfen sieht die Richtlinie eine „Opting-in“-Option für solche Managementteams vor. Diese können sich freiwillig unter das AIFMD-Regime begeben, müssen dann aber auch die Regulierungsvorgaben zur Gänze erfüllen und die entstehenden administrativen Belastungen tragen. Die Möglichkeit eines „Soft-Opting-ins“, mit abgeschwächten, bzw. an die Größe angepassten Regulierungsvorgaben besteht im Rahmen der AIFMD nicht.

### **15.3 REGULIERUNGSUMFANG**

AIFMD umfasst im Wesentlichen die folgenden fünf Regulierungsbereiche:

- Zulassungsprozedere.
- Kapitalanforderungen.

- Geschäftsordnung.
- Organisatorische Regelungen.
- Transparenzerfordernisse.

### **15.3.1 Zulassungsprozedere**

Einer Zulassungsverpflichtung unterliegen alle AIFM, die ihren Standort in einem EU-Mitgliedsland haben, einen AIF managen, der über einen Standort in einem EU-Mitgliedsland verfügt, oder einen AIF in der EU vermarkten.

Die Zulassung erfolgt durch die jeweils zuständige nationale Regulierungsbehörde, die die „European Securities and Markets Authority (ESMA)“ quartalsmäßig über die durchgeführten Zulassungen informiert.

Die Zulassungsprüfung wird auf Grundlage von Informationen des AIFM zu ihm selbst sowie zu den jeweiligen AIF durchgeführt. Bereitzustellen sind dabei Informationen zum Management, zu den Eigentumsverhältnissen des Managers und zu seinen geplanten Aktivitäten (inkl. der organisatorischen Struktur, des Remunerierungsmodells, einer allfälligen Delegation von Verantwortungsbereichen an Dritte etc). Es sind die Verträge zu den AIFs (z.B. LPAs) zu übermitteln, die gewählte Depotbank zu nennen sowie die Investitionsziele und die Investitionsstrategie, die Vertragsbestimmungen zur Änderung der Strategie, allenfalls delegierte Verwaltungsdienstleistungen, die Risikomanagementprozesse und die „Fee-Struktur“ zu beschreiben und zu erläutern.

Die bereitgestellten Informationen müssen die Regulierungsbehörde in die Lage versetzen zu prüfen, ob die Eigentümer des AIF sowie die AIFM den Bestimmungen der Regulierung entsprechen und damit als geeignet angesehen werden können.

### **15.3.2 Kapitalanforderungen**

Die Richtlinie sieht eine Mindestkapitalausstattung in Höhe von € 125.000 für AIFM vor. Werden Mittel von mehr als € 250 Mio. gemanagt, wächst die erforderliche Mindestausstattung auf € 125.000 plus 0,02% des gemanagten Kapitals, das den Betrag von € 250 Mio. übersteigt, bis zu einem Maximum von insgesamt € 10 Mio.

Darüber hinaus muss der AIFM über eigene Mittel von mindestens einem Viertel seiner jährlichen Ausgaben verfügen und seine Kapitalausstattung in liquiden „Assets“ halten.

Für AIFM, die im Unterschwellenbereich angesiedelt sind und das „Opting-in“ genutzt haben, gibt es keine erleichterten Vorgaben.

### **15.3.3 Geschäftsordnung**

Die Regeln zur Geschäftsordnung umfassen unter anderem einen Verhaltenskodex und Bestimmungen zum Risiko- sowie zum Liquiditätsmanagement.

Im Bereich des Risikomanagements wird eine funktionale und hierarchische Trennung der für das operative Geschäft zuständigen Organisationseinheiten auf der einen Seite und der für Fragen des Risikomanagements Verantwortlichen auf der anderen Seite vorgeschrieben.

Darüber hinaus ist ein solides Risikomanagement zu installieren und ein adäquates Maximalniveau für den verwendeten „Leverage“ festzulegen, das den Eigenschaften des jeweiligen AIF entspricht. Ebenso ist für ein solides Liquiditätsmanagement Sorge zu tragen. Allerdings besteht diesbezüglich eine Ausnahme für „Closed-end“-AIF, die auf Ebene des Fonds nicht geleveraged sind, weil dann aus der Sicht des Regulators auch so gut wie keine relevanten Liquiditätsbedürfnisse bestehen.

#### **15.3.4 Organisatorische Regelungen**

Die Bestimmungen zu den organisatorischen Regelungen sind sehr umfassend und enthalten Vorgaben für die Remuneration der unterschiedlichen Funktionsträger innerhalb des AIFM genauso, wie die Verpflichtung eine Depotbank für jeden gemanagten AIF zu bestimmen und eine laufende Bewertung der „Net Assets“ vorzunehmen.

Als wesentliche Prinzipien für die Remuneration wurden festgelegt:

- Implementierung einer Remunerationpolitik, die mit dem Risikomanagement konsistent ist und in Einklang mit der Geschäftsstrategie sowie den Interessen der Fondsinvestoren steht.
- Ausgleich zwischen fixen („Management Fee“) und den variablen („Carried Interest“) Entlohnungskomponenten, der sicherstellt, dass mindestens 50% der variablen Komponente aus der Beteiligung der Fondsmanager am Fonds stammt.
- Umsetzung eines geeigneten „Vesting Schemes<sup>92</sup>“.

Die Aufgaben der Depotbank liegen im Grunde darin, die Geldflüsse hin zum und weg vom AIF zu organisieren und zu überwachen, so dass diese den Gesetzen sowie den vertraglichen Vereinbarungen entsprechen. Die sonst typische Aufgabe einer Depotbank, die darin besteht vor allem Wertpapiere und ähnliche Vermögenswerte sicher zu verwahren, trifft zwar auf AIF auch zu, hat aber deutlich weniger Bedeutung als z.B. bei Investmentfonds.

Die Bewertung der „Net Assets“ hat jährlich zu erfolgen sowie jeweils dann, wenn eine Kapitalerhöhung bzw. Ausgabe von Anteile sowie eine Kapitalherabsetzung bzw. Rücknahme oder Einziehung von Anteilen stattgefunden hat. Verantwortlich für die Bewertung ist der AIFM, der die Wertermittlung allerdings auch an externe Experten auslagern kann. Führt er sie selbst durch, ist er verpflichtet sicherzustellen, dass die Ergebnisse unabhängig vom Portfoliomanagement und der Remunerationpolitik zustande kommen.

#### **15.3.5 Transparenzfordernisse**

Bevor ein AIFM das Fundraising für einen neuen Fonds startet, ist er verpflichtet, die zuständige Aufsichtsbehörde darüber zu informieren, die seine Fundraisingbemühungen nur unterbinden darf, wenn diese nicht den Regulierungsbestimmungen entsprechen oder sich der AIFM nicht in Einklang mit den Vorgaben befindet. Die Informationen an den Aufseher

---

<sup>92</sup> Das „Vesting Scheme“ legt fest, wie und auf welche Weise den unterschiedlichen Funktionsträgern und Personen innerhalb des AIFM der variable Anteil der Remuneration zuwächst.

müssen unter anderem eine Darstellung der Geschäftstätigkeit, den Gesellschaftsvertrag, Angaben zur Depotbank und alle Informationen enthalten, die den Investoren zur Verfügung gestellt wurden.

Während des laufenden Betriebs seiner Fonds sind AIFM verpflichtet, einen Jahresbericht in Bezug auf jeden gemanagten AIF zu erstellen, der zumindest einen Jahresabschluss (inklusive der „Net Asset“ Bewertung), einen Aktivitätsbericht sowie einen Ausweis der wesentlichen Änderungen während der Periode und einen detaillierten Bericht zur Auszahlung und Verteilung der Remuneration an den AIFM enthält.

In Ergänzung zum Jahresbericht, der an die Investoren sowie an die nationale Aufsichtsbehörde geht, ist quartalsmäßig eine Liste der AIF, die von einem AIFM gemanagt werden, an den zuständigen Aufseher zu übermitteln. Die EU-Aufsichtsbehörde erhält darüber hinaus unter anderem Informationen zum Markt und zu den verwendeten Instrumenten, zum Risikoprofil und zum Risikomanagement des AIFM.

Neben diesen manager- und fondsspezifischen Berichten, bestehen auch Informationspflichten der AIFM bezüglich der Portfoliounternehmen, in die ihre AIF investieren oder die sie veräußern. So sind sie verpflichtet, jede dieser Transaktionen beim Aufseher anzumelden und wenn es sich um einen kontrollierenden Einfluss (mehr als 50% der Stimmrechte) handelt, darüber hinaus auch das Unternehmen und seine Eigentümer zu informieren und weitere detaillierte Informationen an diese Adressaten zu übermitteln. Transaktionen, die den Kauf oder Verkauf von Anteilen an KMUs (nach der EU-Definition) zum Inhalt haben, sind von diesen Meldepflichten nicht erfasst.

#### **15.4 ZU ERWARTENDE AUSWIRKUNGEN AUF ÖSTERREICH**

Wie die bisherige Darstellung gezeigt hat, wird AIFMD in Zukunft nicht nur mit den Vorzügen eines europäischen Fundraisingpasses ausgestattet sein, sondern einen erheblichen administrativen Aufwand für Risikokapitalgeber mit sich bringen. Der Unterschwellenbereich wurde unter anderem geschaffen, um für „kleine Managementteams“ solche Belastungen zu vermeiden.

Wie hoch die administrativen Belastungen genau sein werden, lässt sich natürlich noch nicht feststellen, da sich die Richtlinie gerade erst im Gesetzwerdungsprozess befindet und noch keinerlei Erfahrungen mit ihrer Anwendung vorliegen. Ungefähr abschätzen kann man sie wohl am ehesten, wenn man die Kosten für die Administration von Risikokapitalfonds näher betrachtet, die einem zu AIFMD ähnlichen Regulierungsregime entsprechen.

Gemeint ist die Luxemburger SICAR<sup>93</sup>, die bis zum einem gewissen Grad wahrscheinlich eine Vorbildfunktion für die neue europaweite Regulierung übernommen hat. Sie wurde 2004 eingeführt und verfügt bereits seit damals über Komponenten, wie ein Zulassungsprozedere, bestimmte Kapitalerfordernisse, Bestimmungen zur Geschäftsordnung, Transparenzvorschriften und eine verpflichtende Depotbank.

---

<sup>93</sup> Die SICAR ist eine speziell auf das Risikokapitalgeschäft abgestimmte Fondsstruktur in Luxemburg (vgl. Kap 9.3, S. 146).

Die Luxemburger SICAR wurde als ergänzende Rechtsinfrastruktur eingerichtet, weil man den Fondsstandort Luxemburg um ein auf Risikokapitalfonds spezialisiertes Produkt erweitern wollte. SICARs sind Fondsstrukturen, die breite Gestaltungsmöglichkeiten bieten und sich gut auf die Bedürfnisse von Managementteams und Fondsinvestoren zuschneiden lassen. Ihre administrativen Kosten erwachsen im Wesentlichen aus der Notwendigkeit,

- neben der Depotbank, die für das rechts- und vertragskonforme Management von Zahlungsströmen und „Fondsassets“ zuständig ist,
- eine Zentralverwaltung, die die Bewertung der „Net Assets“ und das Reporting an die Investoren und die Luxemburger Aufsichtsbehörde übernimmt und
- einen Wirtschaftstreuhänder, der für die Prüfung der Jahresberichte zuständig ist zu beauftragen.

Gemäß einer Reihe von Angeboten, die von namhaften Luxemburger Dienstleistungsanbietern im Sommer 2010 erstellt wurden, liegen die jährlichen Kosten für die Zentralverwaltung zusammen mit der Depotbank eines knapp über €100 Mio. großen Risikokapitalfonds ungefähr in einem Bereich von €90.000 bis 130.000, die Kosten für den Wirtschaftstreuhänder kommen auf rund €15.000 – 20.000. Insgesamt sind daher administrative Aufwendungen von zumindest €100.000 – 150.000 pro Jahr zu erwarten<sup>94</sup>.

Diese Kosten können zur Gänze auch für den Betrieb eines Fonds unter der AIFMD unterstellt werden, da sowohl Bewertung und Reporting als auch ein (geprüfter) Jahresbericht gelegt werden müssen und eine Depotbank nach dem SICAR-Muster erforderlich ist. Hinzu kommen zusätzliche Kosten für die erweiterten Transparenzerfordernisse, die organisatorischen Regeln und die Geschäftsordnung, so dass in Summe für die Administration eines AIFM, Kosten von mindestens €170.000 bis 220.000 erwarten werden können.

Wie die empirischen Erhebungen zeigen (vgl. Kap. 8.2.1, Abbildung 65), ist die überwiegende Mehrheit der österreichischen Fonds klein mit einem Volumen von unter €50 Mio. Unterstellt man für solche Fonds eine „Management Fee“ von 2% am kommittierten Kapital (vgl. Kap. 8.2.5, Abbildung 77), entspricht das einer Summe von €1 Mio. im Jahr oder eben entsprechend weniger. Die administrativen Aufwendungen für AIFMD würden daher für einen Fonds von €50 Mio. etwa 20% der Management Fee betragen für einen mit nur €30 Mio. Volumen sogar 1/3 oder mehr. Diese Kostenanteile würden außerdem in Abhängigkeit von den Vereinbarungen zu „Management Fee“ nach Ende der Investitionsperiode erheblich ansteigen (Kap. 8.2.5, S. 136).

---

<sup>94</sup> Die Angebote der Dienstleistungsanbieter sind auf das jeweilige Fondsprojekt zugeschnitten und meist abhängig von der Geschäftstätigkeit, deshalb können auch nur ungefähre Angaben gemacht werden. Darüber hinaus sind immer zusätzliche Kosten für Abweichungen von der Kalkulationsgrundlage zu erwarten, die sich im Zuge des Einrichtens eines Fonds so gut wie immer ergeben. Die Kosten des Fonds-„Set-ups“ sind in der Schätzung noch nicht enthalten genauso wenig wie die laufenden Anwalts- und Steuerberatungskosten für Begutachtung und „Supervising“.

Angesichts einer Mindestausstattung des Managementteams von drei bis vier Investment Managern (~€ 400.000), ein bis zwei Analysten (~€ 150.000), einem Sekretariat (~€ 40.000), laufenden Kosten für Infrastruktur und Reisen (~€ 100.000) sowie Beratungskosten im Due Diligence, bei der laufenden Betreuung und beim Exit von Beteiligung (~€ 200.000 für je zwei Beteiligungen pro Jahr) sind solche administrativen Kosten nicht zu tragen. Das wiegt umso schwerer, weil davon auszugehen ist, dass die Anforderungen der Regulierung, auch dann, wenn viele Abwicklungsaufgaben an externe Dienstleister ausgelagert werden, zu einem zusätzlichen Personalbedarf bei den Managementteams führen.

Vor diesem Hintergrund werden die Folgen von AIFMD für den österreichischen Risikokapitalmarkt stark davon abhängen, welchen Weg die nationale Gesetzgebung und die nationale Aufsichtsbehörde für die Gestaltung des Unterschwellenbereichs einschlagen wird. Sollte eine Light-Variante zur Ausgestaltung gewählt werden, die nur geringe administrative Aufwendungen für die österreichischen Fondsmanager verursacht, werden auch die diesbezüglichen Folgen eher gering sein. Wird der Unterschwellenbereich dagegen nahe am vollen Regulierungsumfang der Richtlinie ausgestaltet, ist ein weitgehender „Shake-out“ der österreichischen Risikokapitalindustrie zu erwarten, weil die administrativen Kosten von den kleinen Fonds nicht getragen werden können.

Selbst wenn in Österreich eine Light-Variante für den Unterschwellenbereich gewählt wird, bedeutet das aber noch nicht, dass die Umsetzung der Richtlinie gänzlich spurlos am österreichischen Markt vorbeigehen wird. Experten gehen davon aus, dass unter dem AIFMD-Regime viele internationale Investoren überhaupt nur mehr in autorisierte AIFM investieren werden, um sich im Falle irgendwelcher Komplikationen nicht einem Rechtfertigungsdruck für Investments in den Unterschwellenbereich aussetzen müssen. Die magische Grenze von € 100 Mio. Fondsvolumen (vgl. Kap. 7.1, S. 119) wird als Kriterium für internationale Fondsinvestments also voraussichtlich durch ein administratives Ausscheidungskriterium ersetzt. Ausnahmen davon würden voraussichtlich vor allem „Family Office“-Investoren und kleine spezialisierte Fund of Funds machen. Das Spektrum der zur Verfügung stehenden internationalen Geldgeber würde sich für österreichische Risikokapitalgeber aber jedenfalls erheblich einengen.

Die österreichischen Risikokapitalgeber wären damit weitgehend auf den heimischen Markt angewiesen, wobei viele Investoren auch hier auf eine AIFM-Zulassung bestehen könnten. Als Folge könnte sich die ohnehin schon sehr angespannte Fundraisingsituation weiter verschlimmern und das Auflegen eines neuen Fonds in Österreich sehr schwierig machen.

Einen Ausweg aus dieser Situation bietet möglicherweise eine neue Initiative der Europäischen Union. Per Verordnung soll neben dem „AIFMD-Fundraidingpass“ ein weiteres Zertifikat für kleine Venture Capital-Fonds geschaffen werden, wodurch der Unterschwellenbereich zumindest zum Teil doch auf europäischer Ebene reguliert werden könnte. Der aktuelle Stand des Venture Capital-Regulierungsregimes wird im nun folgenden Kap. 160 näher behandelt.

## **16 Abschätzung möglicher Konsequenzen durch die europaweite Einführung eines "European Passport for Venture Capital Funds"**

### **16.1 DIE REGULATION ON EUROPEAN VENTURE CAPITAL FUNDS (R-EUVECA)**

Mit der im Dezember 2011 vorgestellten „Regulation on European Venture Capital Funds“ (R-EUVECA) (European Commission, 2011) wird der durch die AIFMD geschaffene Unterschwellenbereich mittels eines eigenständigen Regimes für kleine Risikokapitalfonds reguliert<sup>95</sup>. Für „qualifying European Venture Capital Funds“ (qEUVECA) wird dabei ein „Venture Capital Passport“ (VCP) eingeführt, um internationales Fundraising zu erleichtern.

Diese Maßnahme beruht auf den in der „Strategie Europa 2020“ (European Commission, 2012) und der „Binnenmarktakte“ (European Commission, 2012b) formulierten Vorgaben und Zielen der EU, um Rahmenbedingungen zu schaffen, die es einem in einem Mitgliedsstaat registrierten EUVECA ermöglichen, EU-weit Risikokapital aufzunehmen und zu investieren (European Commission, 2011a). Anders als die AIFMD, die als EU-Rahmenrichtlinie konzipiert ist, entspricht die R-EUVECA einer EU-Verordnung und soll zeitgleich mit der AIFMD in Kraft treten.

Der VCP, zusammen mit dem damit verbundenen Label eines qEUVECA, birgt das Potential, Regulierungen für Risikokapitalfondsfonds in Europa zu vereinheitlichen und damit internationale Aktivitäten zu vereinfachen. Auf Seiten der Investments werden dabei Anforderungen an das Portfolio, die Anlagetechniken und die investierten Unternehmen definiert. Auf Seiten der Investoren werden Kategorien von Anlegern definiert, die als Investoren in einen qEUVECA in Frage kommen. Damit werden EU-weit einheitliche Standards festgelegt.

Ziel der R-EUVECA ist es dabei „(...) ein ausgewogenes Verhältnis zwischen der Notwendigkeit einer wirkungsvollen Beaufsichtigung dieser Fonds, dem Interesse der zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten, in denen solche Fonds ihren Sitz haben oder den möglichen Anlegerkategorien angeboten werden, und der koordinierenden Rolle der ESMA“ (European Commission, 2011a) zu gewährleisten.

### **16.2 WIRKUNGSBEREICH & RELEVANTE BESTIMMUNGEN**

#### **16.2.1 Wirkungsbereich**

Die Richtlinie definiert ein Regime für Fonds-Verwalter, die innerhalb der EU niedergelassen und bei der zuständigen Behörde ihres Heimatlandes registriert sind. Das Volumen der verwalteten qEUVECA darf dabei die Schwelle von insgesamt € 500 Mio. nicht

---

<sup>95</sup> Zeitgleich wurde eine „Regulation on European Social Entrepreneurship Funds“ (EUSEF) (European Commission, 2011b) vorgestellt, die in weiten Strecken die gleichen Vorgaben für „European Social Entrepreneurship Funds“ (EUSEF) enthält und sich lediglich in einigen Transparenzvorschriften und dem Investitionsfokus unterscheidet.



überschreiten. Neben den qEUVECA dürfen noch andere Fonds verwaltet werden. Die Berechnungsmethode für die Ermittlung und das Monitoring dieser Schwelle ist zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Studie noch in Diskussion.

Damit wird der durch die AIFMD geschaffene Unterschwellenbereich (vgl. Kap. 15.2, S. 197) abgedeckt und die dort formulierten Schwellen de facto herabgesetzt bzw. abgeschafft. Die damit geschaffene „Stand-alone“-Lösung ersetzt die davor diskutierte Variante eines möglichen, freiwilligen AIFMD-„Soft-opt-in“, bei der ein gelinderes AIFMD-Regime für diesen Bereich angedacht war.

Fonds, die die in der R-EUVECA definierten Kriterien erfüllen, dürfen die Bezeichnung qEUVECA führen und EU-weit vertrieben werden.

Das „Opt-in“ unter die R-EUVECA ist freiwillig, wird diese nicht gewählt, sind nationale Regulierungen anzuwenden.

### **16.2.2 Portfolio-Zusammensetzung**

Ein qEVCF muss 70% seines verwalteten Vermögens in von der R-EUVECA als „qualified Investments“ (qI) bzw. „qualifying Portfolio Undertakings“ (qPU) definierte Investments veranlagen (berechnet nach Abzug der Kosten, Council of the European Union, 2012). Diese müssen dabei folgende Kriterien erfüllen:

- Das qPU darf nicht auf einem öffentlichen Markt notieren (nicht börsennotiert sein).
- Zum Zeitpunkt des Investments darf das qPU nicht mehr als 250 Mitarbeiter, nicht mehr als € 50 Mio. Umsatz oder mehr als € 43 Mio. Bilanzsumme haben. Im ursprünglichen Entwurf war noch eine Einschränkung auf Unternehmen, die nicht älter als 5 Jahre (European Parliament, 2012) sind, enthalten. Diese Einschränkung ist jedoch im Rahmen einer Einigung mit der Dänischen Ratspräsidentschaft im Juni 2012 gefallen.
- Es muss ein Equity-Investment vorliegen, das im Falle eines Ausfalls nicht abgesichert ist und bei dem Gewinn oder Verlust von der Entwicklung des qI abhängig ist.
- Es muss eine direkte Beteiligung am Portfoliounternehmen durch den qEUVECA vorliegen.

### **16.2.3 Investoren**

Der „qualified European Fund Manager“ (qEFM) darf den qEUVECA an professionelle Investoren gemäß der „Markets in Financial Instruments Directive“ (MiFiD) (European Commission, April 2004) vertreiben. Andere Investoren dürfen unter folgenden Voraussetzungen akquiriert werden:

- In einem vom Beteiligungsvertrag separaten Dokument muss der Investor erklären, dass er sich des mit dem Investments verbundenen Risikos bewusst ist.

- Der qEFM muss ein Assessment der Fähigkeiten des Investors durchführen und sicherstellen, dass er über das für die Investitionsentscheidung nötige Know-how und die Erfahrung verfügt.
- Der Investor muss ein Mindest-Kommittment von € 100.000 abgeben.
- „Executives & Directors“ eines qEFM dürfen ebenfalls in den qEUVECA investieren (Council of the European Union, 2012).

#### **16.2.4 Leverage**

Es darf kein, wie auch immer ausgestalteter, Leverage auf Ebene des qEUVECA vorliegen.

#### **16.2.5 Manager**

Der „qualified European Fund Manager“ (qEFM), der einen qEUVECA verwaltet, muss eine natürliche Person sein und mindestens einen „qualified European Fund“ (qEF) verwalten. Das verwaltete Fondsvolumen darf dabei € 500 Mio. nicht übersteigen. Neben dem qEUVECA darf der qEFM auch andere Fonds als einen qEF verwalten.

#### **16.2.6 Depotbankpflicht**

Obwohl der ursprüngliche Entwurf der R-EUVECA (European Commission, 2011) keine Depotbankpflicht vorsieht, war im „Draft Report“ des Europäischen Parlaments zur R-EUVECA (European Parliament, 2012) eine solche Depotbankpflicht vorgeschlagen.

Darin war vorgesehen, dass der qEFM eine Depotbank, im Sinne des Artikels 21 der AIFMD sicherstellen muss, um den Cash Flow zu monitoren, die Verwahrung der Assets sicherzustellen und andere Aufsichtspflichten zu erfüllen. Begründet wird der Vorschlag mit der Sicherstellung der Kontinuität zur AIFMD und der UCITS-D, die ihrerseits eine solche Depotbankpflicht vorsehen, sowie mit Schutz der Investoren und der Sicherstellung der Anforderungen an die qI.

Diese Auflage ist jedoch im Rahmen einer Einigung mit der Dänischen Ratspräsidentschaft im Juni 2012 entfallen. Dies spiegelt den aktuellen Stand zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie wider und es bleibt ab zu warten, ob dieser Kompromiss hält.

#### **16.2.7 Wohlverhaltensregeln („Conduct of Business“)**

Der qEFM muss eine Reihe von Wohlverhaltensregeln erfüllen, die unter anderem von

- Sorgfaltspflichten,
- Vermeidung von Interessenskonflikten, ggf. deren klare und transparente Kommunikation,
- hoher Sorgfalt bei der Auswahl und des laufenden Monitorings der qI,

bis hin zur

- Sicherstellung der nötigen technischen und professionellen Voraussetzungen für die Aktivitäten des qEUVECA gehen.

### **16.2.8 Marketing**

Um das Label eines EVCF führen zu können, muss der Fonds bei der nationalen Aufsichtsbehörde des Heimat-EU-Mitgliedslandes registriert sein (Bewerbungs-Verfahren). Die erfolgreich durchgeführte Registrierung ist automatisch mit der Erteilung eines VCP verbunden.

### **16.2.9 Transparenz**

Die Transparenzvorschriften sind für jeden verwalteten EVCF gesondert zu erfüllen:

- Dem Investor ist *vor* seinem Investment ausreichend Information über das Investment zur Verfügung zu stellen (Informationen zu den qEFM, Investmentstrategie, Risikoprofil, Fees [inkl. Maximalsummen für den betreffenden Investor] etc.).
- Der lokalen Aufsichtsbehörde und den Investoren muss ein auditiertes Jahresbericht zur Verfügung gestellt werden.
- Alle Investoren müssen die gleichen Informationen erhalten.
- Das Europäische Parlament begehrt in seinem Draft Report zur R-EUVECA (European Parliament, 2012) eine öffentliche zugängliche Datenbank für diese Informationen.

### **16.3 EIN ÜBERBLICK ÜBER DIE ÖSTERREICHISCHE SITUATION**

Österreichische Fonds, unabhängig davon, ob sie ihren Investmentfokus auf die Früh- oder andere Unternehmensphasen haben, sind ausnahmslos kleiner als € 500 Mio. Abhängig von der tatsächlichen Implementierung der AIFMD in nationales Recht, wären im Falle einer Übernahme des in der AIFMD vorgesehenen Unterschwellenbereichs alle in Österreich ansässigen Fonds von der AIFMD ausgenommen.

Dadurch würden Entlastungen durch den Wegfall der administrativen Hürden und Kostenerfordernisse entstehenden, die sonst für Fonds aus dem Unterschwellenbereich kaum darstellbar sind. Dadurch gäbe es aber außer durch voll-umfänglichem, freiwilligen "Opt-in" unter die AIFMD keinen Zugang zu einem Europäischen Passport für die österreichische Risikokapitalindustrie. Ob ein solcher durch die in der Regel national dominierten Fundraising-Aktivitäten der österreichischen Fonds benötigt wird oder nicht, bleibt dabei vorläufig unbeachtet.

Wird die AIFMD im Unterschwellenbereich nicht angewendet, so ist in der AIFMD für den Unterschwellenbereich eine nationale Regulierung vorgesehen, die in Österreich, durch das de facto Gesetzesvakuum, dass durch die in der Praxis nicht anwendbaren MiFiG 2007 entsteht, noch immer ausständig ist.

Für Fonds, die internationales Fundraising betreiben, bzw. in Zukunft betreiben werden, stellt daher eine freiwillige Unterwerfung unter die R-EUVECA eine mögliche Alternative für diese Aktivitäten und einen Zugang zu einem allfälligen VCP dar, sofern die tatsächliche

Implementierung der AIMD, die nationalen rechtlichen Rahmenbedingungen und die finale Ausgestaltung der R-EUVECA dies darstellbar bzw. realistisch erscheinen lassen.

### **16.3.1 Experteninterviews**

Im Rahmen von vier Experteninterviews (vgl. Kap. 7, S. 118) wurde das Thema R-EUVECA mit österreichischen Fondsvertretern diskutiert. Es zeigte sich dabei, dass dieses Thema noch keine ausreichende Durchdringung der Risikokapital-Community erzielt hat. Neben einer punktuellen Auseinandersetzung mit den europäischen Regulierungen im Allgemeinen, zeigt sich weitgehend mangelnde Kenntnis der R-EUVECA.

Dies rührt hauptsächlich daher, dass noch unklar ist, ob die R-EUVECA tatsächlich einen Frühphasenfokus, wie die Definition der qPU nahe legt, oder einen Fokus auf KMU im Allgemeinen haben wird. Diese Problematik spiegelt auch gleichzeitig den Kenntnisstand der Interviewpartner wider, sofern die R-EUVECA überhaupt bekannt ist.

## **16.4 ZU ERWARTENDE AUSWIRKUNGEN AUF ÖSTERREICH**

Die Auswirkungen der R-EUVECA aus der Sicht der österreichischen Risikokapitalindustrie sind von mehreren Faktoren abhängig. Sowohl die konkrete Umsetzung der AIFMD in nationales Recht, die zeitliche Korrelation mit der nationalen Implementierung der AIFMD (die im Juni 2013 erfolgen muss) und der tatsächliche Fokus der qI/qPU in der E-EUVECA (insbesondere das Vorhaben, Investitionen nur in Unternehmen zuzulassen, die jünger als fünf Jahre sind) beeinflussen die Implikationen für die österreichische Risikokapitalindustrie. Vor allem diese Altersbeschränkung auf KMU, schließt viele österreichische KMU (unabhängig davon, ob sie in der Frühphase ihrer Entwicklung stehen, oder nicht) vom Zugang zu Risikokapital aus.

Erfolgt die Ausgestaltung des Unterschwellenbereichs der AIFMD durch die FMA so, wie in der AIFMD vorgesehen bis zu einer Höhe von € 500 Mio., so ist aus nationaler Sicht eine Regelung für diesen Unterschwellenbereich zu schaffen. Diese kann einerseits durch ein eigenständiges nationales Regime (wie in der AIFMD vorgesehen) oder durch ein freiwilliges "Opt-in" der Fonds in die AIFMD oder in die R-EUVECA erfolgen. Davon abhängig ist auch ein allfällig erforderliches nationales Risikokapital-Regime und dessen genaue Ausgestaltung.

Einer der wesentlichen Vorteile der R-EUVECA ist die Möglichkeit, mit einem „leichteren Regime“ einen EVCP zu erlangen, der es ermöglicht, den R-EUVECA europaweit zu vermarkten und qualifizierte Investoren einzuwerben. Dies ist aus Sicht der österreichischen Risikokapitalindustrie ebenso ein Vorteil wie für andere Standorte. Institutionelle Investoren, für deren Akquise ein EVCP in erster Linie von Nutzen ist, spielen jedoch in heimischen Risikokapitalfonds im Allgemeinen und in heimischen VC-Fonds im Speziellen zurzeit (noch) eine untergeordnete Rolle. Dieser Faktor wird ggf. in der Zukunft, wenn der Frühphasenbereich in Österreich eine kritische Masse erreicht und internationales Fundraising an Bedeutung gewinnt, relevant werden. Es steht jedoch außer Diskussion, dass eine Internationalisierung der österreichischen Investoren-Landschaft prinzipiell dringend erforderlich ist. Ein EVCP wird daher auf jeden Fall eine Erleichterung darstellen, sofern er mit vertretbarem Aufwand dargestellt werden kann.

Die zurzeit in Diskussion befindliche öffentlich zugängliche Datenbank mit Informationen über den Risikokapitalfonds und die Beteiligungsunternehmen, wirft bei deren Umsetzung problematische Konsequenzen bezüglich der Vertraulichkeit sensibler Daten für die Unternehmer auf und würde aus Sicht der KMU die Attraktivität von Risikokapital als Form der Eigentümerschaft vermindern.

Der definierte Fokus der qPU wird die Auswirkungen der R-EUVECA für österreichische Risikokapitalfonds entscheidend mitbeeinflussen. Es bleibt zu klären, ob nur Frühphaseninvestments betroffen sein werden, oder generell Investitionen in KMU. Die kürzlich erzielte Einigung mit der Dänischen Ratspräsidentschaft auf einen Entfall der Einschränkung auf Unternehmen, die jünger als 5 Jahre sind, sowie einem Abweichen von der Einführung einer Depotbankpflicht geben Anlass zur Hoffnung, dass mit der R-EUVECA eine Regelung für den AIFMD-Unterschwellenbereich gefunden werden kann. Dies spiegelt den aktuellen Stand zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie wieder und es bleibt ab zu warten, ob dieser Kompromiss hält.

## **17 Bedeutung risikokapitalstimulierender Maßnahmen im Rahmen des CIP**

Das „Competitiveness and Innovation Framework Programme“ (CIP) der EU zielt auf die Unterstützung von KMUs bei ihren Innovationsaktivitäten. Der als Rahmenprogramm konzipierte CIP soll innovative Aktivitäten (einschließlich Öko-Innovation) unterstützen, für einen besseren Zugang zu Finanzierung sorgen und in den Regionen Unterstützungsdienste für Unternehmen anbieten (vgl. EK, 2012b).

CIP ist für eine Laufzeit von 2007 bis 2013 konzipiert und mit einem Gesamtbudget von € 3.621,- Mrd. ausgestattet. Es umfasst die folgenden drei Programme:

- Entrepreneurship and Innovation Programme (EIP)
- ICT Policy Support Programme (ICT-PSP)
- Intelligent Energy Europe Programme (IEE)

Innerhalb des EIP verfügt es über mehrere Programmlinien, zu denen auch „Access to Finance“ zählt, die mit einem Budget von über € 1,1 Mrd. ausgestattet ist. „Access to Finance“ wurde von der Europäischen Kommission (EK) zur Umsetzung und Implementierung an den Europäischen Investitionsfonds (EIF) ausgelagert, der im Rahmen der Programmlinie über zwei Instrumente verfügt:

- The high growth and innovative SME facility (GIF)
- The SME guarantee facility (SMEG)

GIF soll die Gründung und wirtschaftliche Entwicklung von KMUs durch die Bereitstellung von Risikokapital unterstützen und die bestehende Eigenkapital- bzw. Risikokapitallücke in Europa reduzieren. Darüber hinaus sollen von GIF Impulse für die Weiterentwicklung des europäischen Venture Capital-Marktes ausgehen (vgl. dazu EIF, 2012a).

Im Rahmen von SMEG werden dagegen Garantien vergeben, um für Banken und andere Finanzintermediäre Finanzierungsrisiken zu reduzieren und dadurch Anreize zu schaffen, mehr Kreditfinanzierung, Mikrokredite und auch Mezzanin- und Eigenkapital für KMUs zur Verfügung zu stellen.

Das vorliegende Kapitel befasst sich mit den risikokapitalstimulierenden Maßnahmen im Rahmen des CIP sowie einem Ausblick auf das Nachfolgeprogramm COSME und konzentriert sich daher auf die GIF-Initiative und die im Rahmen von COSME dazu geplanten Nachfolgeaktivitäten. Im nun Folgenden werden

- zuerst das Grundkonzept von GIF knapp erläutert und
- danach wesentliche Aspekte der Implementierungsrichtlinien für GIF beschrieben und analysiert.
- Im dritten Abschnitt werden die von GIF in Österreich ausgelösten Risikokapitalaktivitäten aufgezeigt und eingeschätzt.

- Danach wird ein Ausblick auf die geplanten CIP-Nachfolgeaktivitäten von 2014 – 2020 unternommen und
- schließlich werden die Befunde der Analyse zusammengefasst und ein abschließendes Resümee gezogen.

### **17.1 DAS GRUNDKONZEPT VON GIF**

Im Rahmen seiner Risikokapitalaktivitäten tritt der EIF als ein Fondsinvestor auf, der anhand eines gründlichen Due Diligence nach privatwirtschaftlichen Gesichtspunkten (vgl. Kap. 7.1, S. 119) geeignete Risikokapitalfonds für ein Investment auswählt und dabei sowohl auf die „Terms and Conditions“ als auch auf die „Corporate Governance“ (vgl. Kap. 3.3.2, S. 35) des Fonds Einfluss nimmt.

Durch ein Investment soll aber nicht nur Kapital für ausgewählte Risikokapitalfonds zur Verfügung gestellt werden, das Engagement des EIF soll auch

- eine positive Signalwirkung gegenüber anderen Fondsinvestoren entfalten und
- Dynamik ins Fundraising der jeweiligen Fondsmanagementteams bringen, um ein rasches „Fondsclosing“ zu erleichtern.

Eine positive Signalwirkung wird erreicht, indem der EIF seinen Überblick über die Vielzahl aktueller Fondsangebote am Markt und die damit verbundenen „Terms and Conditions“ nutzt, um die Angebote mit der höchsten Qualität auszuwählen. Das stärkt aber wieder die Attraktivität der Investitionsziele des EIF für andere Fondsinvestoren und es erhöht in Folge die Verhandlungsmacht des EIF hinsichtlich der „Terms and Conditions“ der Fondsangebote. Da Fondsinvestoren ihr Engagement meist zu denselben Konditionen eingehen, werden andere Investoren von der Verhandlungsposition des EIF profitieren, wodurch sich die Signalwirkung seiner Investitionsaktivitäten zusätzlich verstärkt.

Auf dieser Grundlage kann der EIF bestimmten Zielgruppen (wie z.B. Early Stage Fonds) zu einem Startvorteil verhelfen und darüber hinaus bestimmte „Standards“ wie z.B. im Bereich der „Terms and Conditions“, der Remunerierung des Fondsmanagements, der „Corporate Governance“ etc. etablieren, um Unsicherheiten, Intransparenzen und Fehlanreize schrittweise aus dem Markt zu beseitigen.

Insgesamt wird durch die Aktivitäten des EIF daher eine positive Selektion professioneller Managementteams sowie die Etablierung von „Good Practice“ im Fondsmanagement forciert, um eine rasche Weiterentwicklung des Risikokapitalmarktes in ausgewählten Segmenten und für ausgewählte Zielgruppen zu ermöglichen.

GIF ist im Grunde ein Budget oder wie es der EIF nennt eine „Ressource“ (vgl. dazu EIF, 2012b), aus der heraus Investments in solche ausgewählte Zielgruppen von Risikokapitalfonds nach dem beschriebenen Muster unternommen werden können. Im Rahmen von GIF werden zwei Zielgruppen unterschieden:

- GIF1 deckt Early Stage- (Seed- und Start-up-Phase) Fondsinvestitionen in Venture Capital-Fonds ab, die sich auf Frühphaseninvestitionen, auf bestimmte Regionen,

bestimmte Wirtschaftssektoren, bestimmte Technologien spezialisiert haben oder an Inkubatoren angebunden sind.

- GIF2 konzentriert sich auf Risikokapitalfonds, die Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Mittel in innovative KMUs mit einer starken Wachstumsorientierung investieren. Ausgeschlossen sind von GIF2 „Buy-out“- oder „Replacement Capital“-Investoren, die „Asset Stripping“<sup>96</sup> praktizieren.

Ein besonderer Fokus von GIF liegt dabei auf Risikokapitalgebern, die auf Investitionen in den „Cleantech“ Bereich spezialisiert sind.

## **17.2 WESENTLICHE ASPEKTE DER IMPLEMENTIERUNGSRICHTLINIEN UND IHRE BEDEUTUNG**

Die Implementierungsrichtlinien für das GIF-Instrumentarium sind vor dem Hintergrund der eben beschriebenen Investitionspolitik des EIF zu sehen und sollen dazu beitragen Fondsinvestments in hoher Qualität auszuwählen und „Good Practice“ im Fondsmanagement zu etablieren. Folgende Aspekte der Implementierungsrichtlinien sind dabei besonders hervorzuheben:

- Größe des Fondsvolumens
- Ticket Size des EIF
- Engagement öffentlicher Investoren
- Basis der Fondsinvestoren
- Fundmanagementteam

Der EIF gibt bezüglich der notwendigen Fondgröße zwar keine numerischen Vorgaben verweist aber darauf, dass Investitionsziele über eine „sufficient target size to achieve a critical mass in the segment of the venture capital market that they address“ (vgl. EIF, o.A., S. 6) verfügen müssen. Damit möchte der EIF jedenfalls nur in Fonds investieren, die in der Lage sind, ihre geplante Investitionsstrategie auch tatsächlich umzusetzen und die Portfoliounternehmen bis zu einer Entwicklungsstufe zu finanzieren, die einen Exit und damit ihre Weiterentwicklung mit einem anderen Finanzierungspartner ermöglicht.

In den Implementierungsrichtlinien wird auch die maximale Größe der „Ticket Size“, die der EIF zu zeichnen bereit ist, vorgegeben, wobei sich diese zwischen GIF1- und GIF2-Zielen unterscheidet. Der EIF möchte auf Basis seiner Signalwirkung sein Risikokapitalengagement mit zusätzlichen privaten Fondsinvestments „leveragen“. Fonds, die über die Qualität verfügen, am Risikokapitalmarkt zu bestehen und sich zu entwickeln, sollten auch in der Lage sein, im Zuge ihres Fundraisings rein privates Investorenkapital aufzutreiben und damit die von der EK eingesetzten Mittel zu vervielfachen. Die maximale „Ticket Size“, die der EIF

---

<sup>96</sup> „Asset Stripping“ bedeutet, dass die „Assets“ eines Unternehmen getrennt von diesem verwertet werden sollen. Solche Transaktionen machen Sinn, wenn ein Unternehmen als Ganzes weniger Wert aufweist als die Summe seiner „Assets“.



vorgibt, steigt dabei mit dem Grad des Marktversagens im Risikokapitalsegment und unterscheidet sich demgemäß zwischen GIF1- (25% bzw. 50% für Fonds mit großem Beitrag zur Marktentwicklung) und GIF2-Zielen (15% bzw. 25% für „First Timer“ und Fonds mit großem Beitrag zur Marktentwicklung)<sup>97</sup>.

So wie die maximale „Ticket Size“ des EIF nach oben beschränkt ist, besteht auch eine Vorgabe für das Engagement anderer öffentlicher Fondsinvestoren. Diese dürfen in Summe keine Mehrheit in einem Fonds erreichen, in den auch der EIF investiert ist. Leider ist diese ausgesprochen sinnvolle Bestimmung<sup>98</sup> ein wenig verschwommen umgesetzt. Die Vorgabe zielt nämlich nicht auf die Eigentümersituation des Fondsinvestors oder auf die Quelle der Investitionsmittel ab, sondern orientiert sich nur an dem Verhalten der Investoren als „Market Oriented Investors“. Kriterien, die sich gut überprüfen und umsetzen lassen, werden damit durch eine sehr viel weichere Qualifizierung verwässert. Klar gestellt wird allerdings, dass kein einzelner Investor direkt oder indirekt mehr als 50% des Kapitals beisteuern darf.

Diese Bestimmung gilt natürlich auch für alle Arten von privaten Investoren, so dass „Captive Funds“ und damit Fonds die mehrheitlich einem Eigentümer (z.B. Versicherung oder Bank) gehören, ebenfalls als Investitionsziel ausgeschlossen wurden. Als Vorgabe wurde eine „sufficiently broad range of investors“ (vgl. EIF, o.A., S. 6 bzw. S. 7) gewählt. Diese Bestimmung hat man sogar noch weiter verschärft, indem vom Fondsmanagement bzw. von der Managementgesellschaft Unabhängigkeit gegenüber den Fondsinvestoren verlangt wird (vgl. EIF, o.A., S. 6 bzw. S. 6). Das ist eine der wichtigsten Voraussetzungen, um funktionsfähige Anreiz- und Entlohnungssysteme für Fondsmanagementteams sicherzustellen und Anreizverzerrungen vorzubeugen. Vom Fondsmanagement wird darüber hinaus noch ein Beleg für eine klar formulierte Investitionsstrategie verlangt, um soweit wie möglich zu gewährleisten, dass eine ausreichend große Zahl von Investments in jene Gruppe von Unternehmen durchgeführt wird, auf die GIF eigentlich abzielt.

### **17.3 RISIKOKAPITALAKTIVITÄTEN DIE VON GIF IN ÖSTERREICH AUSGELÖST WURDEN**

Nach eigenen Angaben hat der EIF seit 1998, dem Jahr in dem er mit Investments in KMU-fokussierte Risikokapitalfonds begonnen hat, rund 400 Investments in europäische Risikokapitalfonds durchgeführt (vgl. EIF, 2012a). 29 davon geben ein Investitionsinteresse an österreichischen Unternehmen an aber nur 11 dieser Fonds wurden oder werden immer noch von österreichischen Risikokapitalgebern mit einem Investitionsschwerpunkt auf österreichische Unternehmen gemanagt.

Folgt man den Angaben der Europäischen Kommission auf ihrer „Access to finance“-Homepage (vgl. EK, o.A.) zu den Fonds, die aus CIP-Mitteln investiert wurden und sich bis zum 23.08.2012 (das war zum Zeitpunkt der Drucklegung der Studie die aktuellste verfügbare Liste an Risikokapitalfonds) noch in der Investitionsperiode befunden haben, so

---

<sup>97</sup> Sowohl bei GIF1- als auch bei GIF2-Zielen gilt: Zuzüglich weiterer Spezifizierungen und abhängig von den Eigenschaften der Investitionsziele.

<sup>98</sup> Immer hin ist eines der Ziele des EIF, private Fondsinvestoren zu aktivieren.

findet sich nur ein einziger österreichischer Fondsmanager darunter. Wie das Projektteam aus einer direkten Anfrage beim EIF zum vorliegenden Projekt weiß, wurden CIP-Mittel auch nur in einen österreichischen Risikokapitalfonds investiert.

Folgt man diesen Angaben hat CIP jedenfalls nur auf sehr bescheidenem Niveau Aktivitäten österreichischer Risikokapitalgeber ausgelöst. Aus diesem Umstand lässt sich aber nicht folgern, dass sich keine Entwicklungsimpulse aus dem CIP-EIP für Österreich ergeben haben, da CIP-unterstützte Fonds Investments in österreichische Unternehmen durchgeführt haben könnten. Aufschlüsse darüber lassen sich aus den verfügbaren Daten aber nicht gewinnen.

Unabhängig davon wie groß der indirekte Impuls des CIP-Programms für österreichische Beteiligungsunternehmen war, sind der EIF und seine Fund of Fund-Aktivitäten für Österreich jedenfalls von Bedeutung. Er hat immerhin seit den 90er Jahren in 11 Fonds österreichischer Managementteams investiert und das auf Grundlage einer für den EIF typischen Investitionspolitik, die der oben beschriebenen ähnlich ist, auch wenn sie nicht auf die von GIF fokussierte Zielgruppe abstellt. Die von der EK und dem EIF gewünschten Effekte der Dynamisierung des Risikokapitalmarktes in ausgewählten Segmenten, eine positive Selektion professioneller Managementteams sowie die Etablierung von „Good Practice“ im Fondsmanagement, dürften also auch für Österreich wirksam geworden sein.

Diese durchaus positiven Effekte wurden auch in den Expertengesprächen mit österreichischen Risikokapitalgebern bestätigt. Zwei der befragten Risikokapitalgeber, haben Fonds mit EIF Beteiligung gemanagt und die positiven Auswirkungen des EIF im Fundraising und die Einflussnahme auf „Terms und Conditions“ bestätigt.

#### **17.4 AUSBLICK AUF DIE GEPLANTEN CIP-NACHFOLGEAKTIVITÄTEN 2014 – 2020**

Das CIP-Rahmenprogramm wird mit 2013 auslaufen und durch das „Programme for the Competitiveness of enterprises and SMEs (COSME)“ für den Zeitraum 2014 – 2020 ersetzt werden. COSME liegt derzeit (Stand 01.03.2012) als Vorschlag der EK vor und muss im Weiteren noch vom Europäischen Parlament und vom Europäischen Rat angenommen werden, bevor es 2014 zu laufen beginnen kann.

Entsprechend des Vorschlags der EK soll die bisherige GIF-Initiative durch die „Equity Facility for Growth“ (EFG) fortgesetzt werden. EFG folgt ähnlichen Prinzipien wie GIF, setzt aber dennoch leicht andere Schwerpunkte.

Wieder soll in Risikokapitalfonds investiert werden, die Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Mittel investieren.

Der Fokus der Investitionen soll auf der Wachstums- und Expansionsfinanzierung von KMUs und dabei vor allem auf solchen mit grenzüberschreitenden Aktivitäten liegen.

Darüber hinaus soll auch in Fonds mit Frühphasenorientierung investiert werden und zwar in Verbindung mit der „Equity Facility for RDI“ unter „Horizon 2020“.

Gleich wie bei GIF sollen auch weiterhin keine Gelder an „Buy-out“- und „Replacement“-Fonds mit einem „Asset Stripping“-Ansatz fließen.

Neu hinzu kommt, dass neben den Investitionsmitteln der EU, die durch den EIF oder andere beauftragte Institutionen in Risikokapitalfonds platziert werden sollen auch gemischte „Fund of Funds“ erwünscht sind, die sowohl mit EU-Geldern als auch mit privaten Mitteln oder Mitteln öffentlicher Finanzierungsinstitutionen auf nationaler Ebene bestückt werden.

Insgesamt sind aber trotz der leichten Anpassungen in den Schwerpunkten keine wirklichen Änderungen in den Wirkungen des neuen Programms zu erwarten. Solche könnte es am ehesten dann geben, wenn die Implementierung des neuen Programms zu einem gewichtigen Teil nicht mehr durch den EIF, sondern durch eine oder mehrere neue Institutionen mit einer neuen Abwicklungspraxis durchgeführt werden würde.

### **17.5 ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

Innerhalb des CIP ist GIF die Programmlinie, mit der europaweit risikokapitalstimulierende Maßnahmen gesetzt werden sollten. Mit der Umsetzung von GIF ist der EIF betraut, für den die Programmlinie ein eigenständiges Budget im Rahmen seines Aktivitätsportfolios darstellt, das sich auf Investitionen in Risikokapitalfonds mit einem Fokus auf die Frühphasen- und Wachstumsfinanzierung innovativer KMUs konzentriert.

Mit Hilfe seiner Investments soll der EIF das Fundraising solcher Fonds erleichtern und dadurch dieses spezifische Segment des Risikokapitalmarktes dynamisieren, eine positive Selektion professioneller Managementteams sicherstellen und „Good Practice“ im Fondsmanagement etablieren.

Der EIF hat durch seine Aktivitäten sicher auch positive Entwicklungsimpulse für den österreichischen Risikokapitalmarkt gesetzt<sup>99</sup>. Die CIP-Initiative dürfte aber nur eine eingeschränkte Auswirkung auf das Frühphasensegment des österreichischen Risikokapitalmarktes gehabt haben, weil nur ein Fonds eines österreichischen Managementteams Mittel aus den GIF-Töpfen erhalten hat und diese nur zu einem kleinen Teil oder überhaupt noch nicht in Unternehmen investiert werden konnten (das EIF-Investment wurde erst 2011 durchgeführt).

Ob sich die Nachfolgeinitiative zu GIF- die EFG-Fazilität – im Rahmen von COSME stärker auf den österreichischen Risikokapitalmarkt auswirken wird, wird sehr von der Investitionstätigkeit internationaler Risikokapitalgeber in österreichische Frühphasenunternehmen abhängen, die für 2011 ja durchaus erhebliches Engagement gezeigt haben. Durch österreichische Fondsinvestoren und Risikokapitalgeber verzeichnet die Frühphasenfinanzierung allerdings nur mehr einen eingeschränkten Zuspruch. Eine gewisse Hoffnung bietet das Wachstumssegment, dem die österreichischen Risikokapitalgeber und auch die vorliegenden Daten ein gewisses Zukunftspotential zusprechen (vgl. Kap. 7.2.2, S. 124).

---

<sup>99</sup> Seit 1998 hat der EIF immerhin in 11 österreichische Fonds investiert (vgl. weiter oben), wenn auch nur ein Investment aus Mitteln des CIP getätigt wurde.

## ***18 Ein Resümee aus den Ergebnissen der Studie***

Die vorliegende Studie lieferte Belege, dass auch die Finanz- und Wirtschaftskrise der letzten Jahre nichts an der positiven Wirkung von Risikokapital auf die wirtschaftliche Entwicklung innovativer KMU geändert hat. Sie bestätigt im Wesentlichen die Ergebnisse der Studie von Jud et al. (2006), dass sich gerade innovative und technologieorientierte Frühphasenunternehmen durch Risikokapitalinvestitionen spürbar schneller entwickeln und ohne solche Investments nicht weiter existieren könnten.

Im Gegensatz zu den Wirkungen von Risikokapital haben sich die Bedingungen am Risikokapitalmarkt aufgrund der schwierigen wirtschaftlichen Umfeldbedingungen kräftig geändert. Von 2007 bis 2009 ist das auf europäischer Ebene investierte Risikokapital (in % vom BIP) um beinahe 70%, und das auf österreichischer Ebene investierte sogar um fast 80% zurückgegangen. Während der europäische Markt sich über die Folgejahre bereits wieder zu erholen beginnt, zeigt die österreichische Branche, bereinigt um große Einzeltransaktionen, keinen Aufwärtstrend.

Das europäische VC-Segment und damit das Investitionsvolumen in innovative, wachstumsorientierte und junge Unternehmen (in % vom BIP) entwickelte sich ganz ähnlich wie der Markt insgesamt. Von 2007 bis 2009 zeigt sich ein Einbruch der Investitionen von mehr als 65%. In Österreich schrumpfen die Investitionen zwar „nur“ um etwa 30%, der Rückgang erfolgt allerdings von einem sehr niedrigen Niveau, das 2007 weniger als 20% der europäischen Vergleichsgröße beträgt. Darüber hinaus zeigt sich bei den heimischen Risikokapitalinvestitionen ein kontinuierlicher Rückgang, der die Schere zwischen der europäischen und der österreichischen Marktentwicklung seit 2009 wieder vergrößert und keine Erholungstendenzen erkennen lässt.

Darüber hinaus scheinen die tatsächlich durchgeführten Markttransaktionen das verfügbare Investitionspotential nicht voll auszuschöpfen. Wie Kap. 11.3 (vgl. S. 170) gezeigt hat, dürfte sich das nicht ausgeschöpfte Nachfragepotential bei etwa 100 Unternehmen im Venture Capital-Bereich, bei ungefähr 90 Unternehmen im „Later Stage VC“-/„Growth“- Bereich und bei etwa 20 Unternehmen im „Buy-out“ Segment bewegen. Parallel dazu zeigt eine Abschätzung des kommittierten, aber noch nicht investierten Risikokapitals einen spürbaren Kapitalrückstau. Ein guter Teil dieses Rückstaus kommt im „Later Stage“-Segment des Marktes zustande und dürfte auf unterschiedliche Erwartungen von Unternehmern und Investoren über die zukünftige Entwicklung der potentiellen Investitionsziele und damit auf unterschiedliche Preiserwartungen von Unternehmenskäufern und -verkäufern zurückzuführen sein, die sich aus unsicheren wirtschaftlichen Umfeldbedingungen ergeben. Auch das VC-Segment ist durch einen leichten Kapitalrückstau, bei ungebrochener großer Kapitalnachfrage, gekennzeichnet. Hier ergibt sich die doppelte „Marktrationierung“ von Angebots- und Nachfrageseite allerdings nicht aufgrund unsicherer wirtschaftlicher Umfeldbedingungen, sondern vor allem, weil dem VC-Segment das Geld ausgeht. Dem Bereich scheint über die vergangenen Jahre viel weniger Geld zugeflossen zu sein, als investiert hätte werden können.

Folgt man der Einschätzung österreichischer Risikokapitalgeber, die im Zuge von Expertengesprächen erhoben wurden, wird dieser Investitionsspielraum in absehbarer Zeit

wohl nicht ausgeschöpft werden. Insbesondere die Frühphasenfinanzierung von Wachstumsunternehmen wird von Ihnen als das zukünftige Problemfeld am Risikokapitalmarkt eingeschätzt. Der Grund dafür liegt nicht nur im mangelnden Interesse der Risikokapitalgeber, sondern in der fehlenden Bereitschaft von nationalen und internationalen Investoren, Fonds, die auf dieses Segment spezialisiert sind, mit frischen Mitteln auszustatten. Die hohen Risiken von Venture Capital Investitionen vor dem Hintergrund unsicherer wirtschaftlicher Bedingungen und geringer Investitionserfolge in der Vergangenheit halten viele Fondsinvestoren davon ab, weiter in das Segment zu investieren.

Diese Beurteilung steht in Einklang mit der Sicht der Unternehmen, die zwar das Verhalten der Fondsinvestoren nicht einschätzen können, aber seine Konsequenzen in Form eines zu knappen Angebotes an Risikokapital spüren. Deshalb sehen sie das zu geringe Angebot an Kapital, sowohl von nationalen als auch von internationalen Risikokapitalgebern, als das wesentliche Hemmnis im Bereich der Frühphasenfinanzierung von Wachstumsunternehmen.

Neben der zu geringen Verfügbarkeit von Kapital hat die vorliegende Studie aber noch eine ganze Reihe weiterer Hemmnisse aufgezeigt:

- Im internationalen Vergleich sind österreichische Risikokapitalfonds sehr klein. Das erschwert Frühphaseninvestitionen, weil sehr kleine und junge Unternehmen nicht leicht bis zu einer exitfähigen Größe weiterentwickelt werden können und darüber hinaus das Management der Investitionsrisiken schwer fällt.
- Die Angebotsseite des österreichischen Risikokapitalmarktes ist nicht hinreichend ausdifferenziert. Riskante Investitionen erfordern das Zusammenwirken unterschiedlicher - auch unterschiedlich spezialisierter - Investoren nationaler und internationaler Herkunft, was der österreichische Markt aber nicht zu leisten vermag.
- Genau dieser niedrige Entwicklungsgrad des Marktes, gemeinsam mit der geringen Größe der Fonds, führen zu einer spürbaren Zurückhaltung bei internationalen Investoren gegenüber Investments in österreichische Risikokapitalfonds. Hinzu kommt die immer noch starke Stellung der AG als Rechtsform für die RK-Fonds und die mit dieser verbundenen „Governance“ Probleme des Risikokapitalgeschäftes (vgl. Kap. 9.1.2, S. 145).
- Es bestehen Defizite der in Österreich verfügbaren Fondsstrukturen. Die 2007 eingerichtete MFG-Struktur läuft Ende 2012 aus (ab dann sind keine Neuinvestments innerhalb der MFG-Regelungen mehr möglich). Die österreichische Personengesellschaft erfüllt zwar weitgehend die Anforderungen einer international üblichen Fondsstruktur, die bestehende Rechtsunsicherheit über ihren vermögensverwaltenden oder gewerblichen Charakter wirft allerdings ein Betriebsstättenproblem mit negativen Konsequenzen für internationale Investoren auf. Hinzu kommt die durch die Gesellschaftsteuer bedingte teilweise Steuerintransparenz, die Schwierigkeiten verursacht (vgl. Kap. 9.1.3, S. 146f).
- Entsprechend der Einschätzung österreichischer Risikokapitalgeber ist auch die stark ausgebaute Förderlandschaft ein Entwicklungsproblem des österreichischen Risikokapitalmarktes. Eine Durchsicht der aws-Förderinstrumente auf ihre

Einflussmöglichkeiten gegenüber dem Risikokapitalmarkt hat dafür allerdings kaum Anhaltspunkte geliefert. Einzig der aws-Mittelstandsfonds zeigt Substitutionsbeziehungen gegenüber Risikokapital, weil er wie ein privater Investor auftritt und damit auch in voller Konkurrenz zu diesen steht. Das gilt allerdings nur, solange er nicht Bereiche des Marktes bedient, die von privaten Anbietern nicht oder nicht ausreichen versorgt werden. Selbst wenn er in unmittelbarer Konkurrenz zu privaten Risikokapitalgebern auftritt, ist das aus beihilfenrechtlicher Sicht aber nicht problematisch, solange er wie ein privater Investor agiert. Darüber hinaus hat sich gezeigt, dass das aws-Förderangebot sehr dichtmaschig und breit ist, so dass das Gesamtsystem Gefahr laufen kann, latente und diffuse Substitutionsbeziehungen zur Risikokapitalfinanzierung aufzubauen. Greifbare Hinweise auf bestehende Substitutionsbeziehungen hat die Durchsicht der aws Instrumente aber nicht ergeben. Es ist dennoch wichtig, dass beim Design und der laufenden Weiterentwicklung des Förderportfolios auf die Komplementarität zu privaten Investoren geachtet wird und die Instrumente entsprechend abgestimmt werden.

- Die Analyse der Standortfaktoren für Risikokapital hat gezeigt, dass Risikokapital ein wichtiger Bestandteil eines effektiven Innovationssystems ist, der in Österreich schwach ausgeprägt ist. Die Ausgestaltung des österreichischen Finanzmarktes als ein bankbasiertes System kann einen Teil der relativ niedrigen Risikokapitalquote (Risikokapitalinvestitionen im Verhältnis zum BIP) erklären. Außerdem gibt es Anhaltspunkte dafür, dass die Attraktivität des Risikokapitalstandortes unter Defiziten bei der Wachstums- und Gründungsdynamik leidet. Hinzu kommen Hemmnisse bei den regulatorischen Rahmenbedingungen wie sie die EVCA in einem europaweiten Ranking aufzeigt.
- Aufgrund der geringen Größe vieler österreichischer Risikokapitalfonds birgt auch die bevorstehende Umsetzung der europäischen AIFMD eine nicht unerhebliche Gefahr für die österreichische Risikokapitalindustrie. Sollte zur Ausgestaltung des Unterschwellenbereichs von AIFMD eine Light-Variante gewählt werden, die nur geringe administrative Aufwendungen für die österreichischen Fondsmanager verursacht, werden auch die diesbezüglichen Folgen eher gering sein. Wird der Unterschwellenbereich dagegen nahe am vollen Regulierungsumfang der Richtlinie ausgestaltet, sind weitgehende Folgen gerade für kleine österreichische Risikokapitalfonds zu erwarten. Entschärft wird das Problem durch eine europäische Initiative zur Einführung eines eigenständigen Regimes (R-EUVECA), in dessen Rahmen auch ein „Fundraising Passport“ für Venture Capital-Geber vorgesehen ist. Im Segment wachstumsorientierter „Growth“- und „Buy-out“-Investoren bleibt das Problem in Anbetracht des momentanen Standes der Diskussion möglicherweise aber bestehen und betrifft damit auch den Entwicklungsgrad und die Diversifizierung des österreichischen Risikokapitalmarktes. Österreichische Fonds in dem betreffenden „Growth“- und „Buy-out“-Segment haben eine vergleichbare Größe, wie international agierende Frühphasenfonds und fallen daher auch in den AIFMD-Unterschwellenbereich. Eine Nutzung des R-EUVECA auch für Risikokapitalgeber mit anderer Phasenorientierung als ausschließlich der Frühphase wäre somit im Interesse des Wirtschaftsstandortes Österreich.

Will man die weitere Entwicklung des Risikokapitalmarktes auf der Angebots- und der Nachfrageseite forcieren, sollte man an den durch die Studie offengelegten Hemmnissen ansetzen. Dazu wird ein umfassendes Paket abgestimmter Maßnahmen notwendig sein, weil die meisten aufgezeigten Defizite in wechselseitiger Abhängigkeit zueinander stehen und deshalb auch am besten durch einen Maßnahmenmix ganzheitlich adressiert werden sollten. Die wesentlichen Ansatzpunkte für wirtschaftspolitische Maßnahmen umfassen:

- Es sind dringend geeignete Maßnahmen zur Belebung der Frühphasenfinanzierung notwendig, da dem österreichischen Venture Capital Segment die notwendigen Mittel zur Finanzierung junger, innovativer und technologieorientierter KMU ausgehen. Solche Maßnahmen sollten jedenfalls für Transaktionsgrößen von bis zu € 3.000.000 ausgelegt werden, um auch einen Großteil der potentiellen Deals erfassen zu können (vgl. dazu Kap. 5.1.3, S. 89 sowie Fußnote 33).
- Es sollte eine eigenständige rechtliche Struktur für Risikokapitalfonds nach internationalen Standards eingerichtet werden, die sich harmonisch in die neuen Regulierungen für Risikokapitalgeber einpasst.
- Bei der Umsetzung von AIFMD im Unterschwellenbereich der Regulierung sollte darauf geachtet werden, für kleine österreichische Fonds angemessene administrative Kosten sicherzustellen. Die Regulierung muss für österreichische Risikokapitalgeber finanziell tragbar bleiben.
- Österreich sollte sich bei der Ausgestaltung von R-EUVECA auf EU-Ebene dafür einsetzen, den Geltungsbereich der neuen Regulierung auf den gesamten Unterschwellenbereich von AIFMD auszudehnen. Damit würden alle Risikokapitalgeber unter eine europaweite Regulierung fallen und könnten die Vorteile des gemeinsamen europäischen Marktes nutzen.

## **19 Literaturverzeichnis**

- Albrecht Hertz-Eichenrode, Stephan Illenberger, Thomas A. Jesch, Harald Keller, Ulf Klebeck, Jürg Rocholl (2001), *Private-Equity-Lexikon*, Schäffer – Poeschel Verlag Stuttgart.
- aws (2011), *Cleantech-Initiative – Leitfaden für Bewerber*, Wien.
- aws (2011), *Detailinformation Venture Capital-Initiative – Leitfaden für Bewerber – 2.Call*, Wien.
- aws (2012), *Leistungsdaten 2011 – Leistungsbericht der Austria Wirtschaftsservice GmbH*, Wien.
- Bernegger, H., Jud, T., Krahwinkler, J., (2005) *Empfehlungen zu Standards für Bewertung und Reporting von Private Equity Fonds in Österreich im Auftrag der AWS*, Wien.
- BMF (2012), *Mittelstandsfinanzierungsgesellschaften gemäß § 6b des KSTG 1988 – Stand 2011*, [https://www.bmf.gv.at/steuern/fachinformation/krperschaftsteuer/mittelstandsfinanzi\\_5536/\\_start.htm?q=Mittelstandsfinanzierungsgesellschaften](https://www.bmf.gv.at/steuern/fachinformation/krperschaftsteuer/mittelstandsfinanzi_5536/_start.htm?q=Mittelstandsfinanzierungsgesellschaften).
- BMWF, BMVIT, BMWFJ (2011), *Forschungs- und Technologiebericht 2011*, Wien.
- BMWFJ (2008), *Österreichs steuerliche F&E-Förderung*, Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit, Wien.
- Bottazzi, L. Da Rin, M., Hellmann, T. (2008), "Who are the active investors?: Evidence from venture capital," *Journal of Financial Economics*, 89(3), 488-512.
- Bravo-Biosca, A. (2010a), *Growth Dynamics Exploring Business Growth and Contraction in Europe and the US*, NESTA, London.
- Bravo-Biosca, A. (2010b) *Firm Growth Dynamics Across Countries: Evidence from a New Database*, FORA-NESTA Working Paper.
- BVK (2012a), *BVK-Statistik Der deutsche Beteiligungsmarkt im 1. Quartal 2012*, Berlin.
- BVK (2012b), [http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/172/title/Interaktive\\_Charts](http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/172/title/Interaktive_Charts), Juli 2012.
- Council of the European Union (2012), *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Venture Capital Funds*, 2011/0417 (COD), 7581/12, Brüssel.
- Demirguc-Kunt, A., Levine, R. (1999) *Bank-Based and Market-Based Financial Systems - Cross-Country Comparisons*, Policy Research Working Paper Series 2143, World Bank, Washington D.C.
- EIF (2012a), *EIF's private equity and venture capital funds investments since inception in* [http://www.eif.org/what\\_we\\_do/equity/deals/index.htm](http://www.eif.org/what_we_do/equity/deals/index.htm), Juni 2012.



EIF (2012b), Resources from the European Commission, [http://www.eif.org/what\\_we\\_do/resources/CIP1/index.htm](http://www.eif.org/what_we_do/resources/CIP1/index.htm), Juni 2012.

EIF (o.A.), GIF2 – Investment Policy and Implementation Guidelines, [http://www.eif.org/what\\_we\\_do/resources/CIP1/index.htm](http://www.eif.org/what_we_do/resources/CIP1/index.htm), Juni 2012.

Europäische Kommission (2012a), Zugang zu Finanzierung - Risikokapital, [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/risk-capital/venture-capital/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/risk-capital/venture-capital/index_de.htm), Juni 2012.

Europäische Kommission (2012b), Rahmenprogramm für Wettbewerbsfähigkeit und Innovation (CIP), [http://ec.europa.eu/cip/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/cip/index_de.htm), Juni 2012.

Europäische Kommission (o.A.), EU Fördermittel für kleine und mittlere Unternehmen (KMU), <http://www.access2finance.eu/>, Juni 2012.

Europäisches Parlament und Rat (2011), Richtlinie 2011/61/EU vom 08.06.2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010.

European Commission (2004), Directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments amending Council Directives, 2004/39, Brussels.

European Commission (2011) Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a Programme for the Competitiveness of Enterprises and small and medium-sized enterprises (2014 - 2020), Brussels.

European Commission (2011a), Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Venture Capital Funds, COM (2011) 860 final, Brussels.

European Commission (2011b), Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on European Social Entrepreneurship Funds, COM (2011) 862 final, Brussels.

European Commission (2012a), [http://ec.europa.eu/internal\\_market/smact/docs/20110413-communication\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/smact/docs/20110413-communication_de.pdf), Brussels, Juni 2012.

European Commission (2012b), [http://ec.europa.eu/europe2020/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/index_de.htm), [http://ec.europa.eu/research/innovation-union/index\\_en.cfm?pg=keydocs](http://ec.europa.eu/research/innovation-union/index_en.cfm?pg=keydocs), Juni 2012.

European Parliament (2012), Draft report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Venture Capital Funds, COM(2011)0860 – C7-0490/2011 – 2011/0417 (COD), 29, Brussels.

European Union (2012), Innovation Union Scoreboard 2011, Brussels.

EVCA (2001), Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe, Research Paper, Brussels.

EVCA (2002), Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe, Research Paper, Brussels.

EVCA, KPMG (2008), Benchmarking European Tax and Legal Environments, Brussels.

- EVCA (2010), 2010 EVCA Yearbook – Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity Report, Brussels.
- EVCA (2011), Enterprise Capital Report, Brussels.
- EVCA (2012a), <http://www.evca.eu/toolbox/glossary.aspx?id=982>, Juni 2012.
- EVCA (2012b), Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study, Brüssel.
- EVCA (2012c), PEREP\_Analytics - a joint Pan-European product of the following private equity associations: APCRI, HVCA, AVCO, IVCA, BVA, LTVCA, BVK, NVCA, CVCA, NVP, CVCA, PPEA, DVCA, SECA, EstVCA, SEEPEA, EVCA, SLOVCA, FVCA, SVCA, 2001-2012, Brüssel.
- EVCA (2012d), EVCA Yearbook 2012 – Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe, Brussels.
- Feinendegen, S., Schmidt, D., Wahrenburg, M. (2002), Die Vertragsbeziehung zwischen Investoren und Venture Capital-Fonds: Eine empirische Untersuchung des europäischen Venture Capital-Marktes.
- FMA (2011a), Basel III, <http://www.fma.gv.at/de/sonderthemen/basel-iii.html>, Mai 2012.
- FMA (2011b), Solvency II, <http://www.fma.gv.at/de/sonderthemen/solvency-ii/grundlagen-solvency-ii.html>, Mai 2012.
- Friesenbichler, K., Hözl, W. (2012), Leichter Anstieg der Ertragskraft der Sachgütererzeugung erwartet. Cash-Flow, EGT und Eigenkapital in Österreich, 7, 571-580.
- GEM (2008), Bericht 2007 zur Lage des Unternehmertums in Österreich, Global Entrepreneurship Monitor.
- GEM (2012), Global Entrepreneurship Monitor – Global Report 2011.
- Gloden, A., Jud, T., Peneder, M. (2004) Empirische Untersuchungen und Ergebnisse zur Wirkung von Private Equity und Venture Capital auf die Unternehmensentwicklung, im Auftrag des BMWA, Wien.
- Gompers, P., Lerner, J. (2000), The Venture Capital Cycle, The MIT Press, Cambridge.
- Grabenwarter, U., Weidig, T. (2005), Exposed to the J-curve – Understanding and Managing Private Equity Fund Investments, Euromoney Books, London.
- Grabherr, O. (2003), Finanzierung mit Private Equity und Venture Capital – Investitionsphasen und –situationen für den Einsatz von Risikokapital: Start-up Early Stage Later stage Buy-out, Public-to-Private in Kofler, G., Polster-Grüll, B. (2003) Private Equity und Venture Capital, Linde, Wien.
- Groh, A.P., Liechtenstein, H., Lieser, K. (2010), The European Venture Capital and Private Equity Attractiveness Indices, Journal of Corporate Finance, 16(2).
- Groh, A.P., Liechtenstein, H., Lieser, K. (2011), The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index: 2011 Annual, IESE, Ernst and Young, Emlyon.

- Hertz-Eichenrode, A., Illenberger, S., Jesch, T. A., Keller, H., Klebeck, U., Rocholl, J. (2011), „Private-Equity-Lexikon, Schäffer“ Poeschel Verlag Stuttgart, 2011.
- Hölzl, W. (2011), Unternehmenswachstum im internationalen Vergleich, WIFO-Monatsberichte, 8, 557-567.
- Janger, J. Hölzl, W., Kaniovski, S., Kutsam, J., Peneder, M., Reinstaller, A., Sieber, S., Stadler, I., Unterlass, F., (2011), “Structural Change and the Competitiveness of EU Member States”, Final Report, CR 2011.
- Jeng, L. A., Wells, P. C. (1998), The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries.
- Jesch, T. A., Striegel, A., Boxberger, L. (2010), Rechtshandbuch Private Equity, S 133ff.
- Jörg, L., Jud, T. (2000) Maßnahmenvorschläge zur Verbesserung der Frühphasenfinanzierung innovativer KMUs in Österreich, im Auftrag des BMVIT, Wien.
- Jud, T. (2003), "Private Equity und Venture Capital und seine Entwicklung in Österreich", in Kofler, G., Polster-Grüll, B., Private Equity und Venture Capital, Linde Verlag, Wien, 25-47.
- Jud, T. (2011) Instrumente der Wirtschaftspolitik im Rahmen der direkten Unternehmensförderung, im Auftrag des Amtes der Steiermärkischen Landesregierung, Wien.
- Jud, T., Kremshofer, A. (1997) Das österreichische Innovationsfinanzierungssystem –Eine theoretisch-empirische Analyse, im Auftrag des Bundesministeriums für Wissenschaft und Verkehr, Wien.
- Jud, T., Kremshofer, A. (2000) Der österreichische Beteiligungsmarkt - Eine Beobachtung des Beteiligungsangebots, der Beteiligungspraxis und ihrer zeitlichen Entwicklung, im Auftrag des Bundesministeriums für Wissenschaft und Verkehr, Wien.
- Jud, T., Peneder, M., Schwarz G. (2006) Der Einfluss von Private Equity (PE) und Venture Capital (VC) auf Wachstum und Innovationsleistung österreichischer Unternehmen, im Auftrag des BMWFJ und der WKÖ, Wien.
- Kaltenegger, C., Marchart, J., Höbarth, L. (2008), Private Equity – Milestones im Beteiligungsprozess, CFO aktuell, S. 10, Wien.
- Keuschnigg, C. (2004), Venture Capital Backed Growth, Journal of Economic Growth, 9, 239-261.
- Keuschnigg, C., Nielsen, S.B. (2002), Public Policy for Start-up Entrepreneurship with Venture Capital and Bank Finance, CESifo Conference Centre, Munich 22-23 November 2002.
- Kofler, G., Polster-Grüll, B. (2003), Private Equity und Venture Capital, Linde, Wien.
- Kortum, S., Lerner, J. (2000), ‘Assessing the contribution of venture capital to innovation’, The Rand Journal of Economics, 31(4), 674–692.

- Leachman, L., Kumar, V., Orleck, S. (2002), Explaining Variation in Private Equity: a panel approach, [http://lupus.econ.duke.edu/Papers/Other/Leachman/Private\\_Equity.pdf](http://lupus.econ.duke.edu/Papers/Other/Leachman/Private_Equity.pdf).
- Leitinger, R., Strohbach, H., Schöfer, P. und Hummel, M. (2000), Venture Capital und Börsengänge, Manz, Wien.
- Marchart, J. (2011), „Private Equity-Exit mittels IPO an der Wiener Börse – Pro & Contra“, Wien.
- Marchart, J., Url, T. (2008) Hemmnisse für die Finanzierung von Frühphasen- oder Venture Capital-Fonds in Österreich, im Auftrag der aws und des BMWA, Wien.
- Marchart, J., Url, T. (2008), Geringe Mittelaufbringung für die Frühphasenfinanzierung – Ursachen und Maßnahmen, WIFO Monatsberichte, 11, 841-583.
- Marchart, J., Url, T. (2008), Hemmnisse für die Finanzierung von Frühphasen- oder Venture-Capital-Fonds in Österreich, Wien
- Marchart, J., Url, T. (2008), Hemmnisse für die Finanzierung von Frühphasen- oder Venture Capital-Fonds in Österreich, im Auftrag der aws und des BMWA, Wien.
- Martin, C., (General Editor), et al. (2010), Private Equity Jurisdictional comparisons, 1<sup>st</sup> Edition, The European Lawyer Futurelex Limited, UK.
- Peneder, M. (2007), A sectoral taxonomy of educational intensity, *Empirica*, 34(3), 189-212.
- Peneder, M. (2009), The contribution of venture capital to modern systems of innovation: a critical review, *International Journal Public Sector Performance Management*, 1(3).
- Peneder, M. (2010a) The Impact of Venture Capital on Innovation Behaviour and Firm Growth, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 12 (2), 83-107.
- Peneder, M. (2010b), Technological regimes and the variety of innovation behavior: Creating integrated taxonomies of firms and sectors, *Research Policy*, 39(3), 323-334.
- Peneder, M. (2012) Firm Growth, Schumpeterian Entrepreneurship and Venture Capital, in Cumming, D.J. (ed.), *Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford University Press, 424-466.
- Peneder, M., Schwarz, G. (2008), Venture Capital: Ergebnisse der Wirkungsanalyse für Österreich, WIFO Monatsberichte, 6.
- Peneder, M., Wieser, R. (2002) Der österreichische Markt für Private Equity and Venture Capital, im Auftrag der AVCO und des BMVIT, Wien.
- Republik Österreich (2011) Der Weg zum Innovation Leader – Potentiale ausschöpfen, Dynamik steigern, Zukunft schaffen, Wien.
- Romain, A., Pottelsberghe de la Potterie, van, B. (2004), “The Economic Impact of Venture Capital”, WP-CEB-04/014.

- Saillard, A., Url, T. (2011) Venture Capital in Bank- and Market-based Economies', WIFO Working Papers, 389/2011.
- SCM Strategic Capital Management AG (2010), 2009 – Annual Review of Private Equity Terms and Conditions, Zürich.
- SECA (2012), <http://www.seca.ch/getattachment/727a54e4-d96f-4b8b-ad92-c50fdc51c589/Switzerland-2011.aspx>, Juli 2012.
- Vandenbemt, K., Dunne, P. (2002), A Look at the Business Plan, EVCA Entrepreneurship Course, Zaventem.
- Wiener Börse (2012), Das große Börse Lexikon, <http://www.wienerbourse.at/beginner/lexicon/9/338>, Juli 2012.
- WIKIPEDIA (2012), Risikokapital, [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/risk-capital/venture-capital/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/risk-capital/venture-capital/index_de.htm), Juli 2012.
- Wilken, P.H. (1979) Entrepreneurship: A Comparative and Historical Study, Greenwood Publishing group.
- WKÖ (2012a), Forschungsprämie erhöht, [http://portal.wko.at/wk/format\\_detail.wk?angid=1&stid=596583&dstid=8869](http://portal.wko.at/wk/format_detail.wk?angid=1&stid=596583&dstid=8869), Juni 2012.
- WKÖ (2012b), Neugründungs-Förderungsgesetz (NeuFÖG), in: Informationsblatt der WKÖ zu Abgaben & Steuern vom Jänner 2012.
- Wölfl, A., Wanner, I., Kozluk, T., Nicoletti, G. (2009), "Ten years of product market reform in OECD countries – Insights from a revised PMF Indicator", OECD, Economics Department Working Paper No. 695.

# Anhänge

## ***Anhang: Datenbasis für die Analyse der Standortfaktoren***

### ***EVCA***

Von der ‚European Venture Capital Association‘ (EVCA) wurden die Industrie- und die Marktstatistik jeweils für Private Equity und Venture Capital (inkl. ‚Growth‘ Segment) verwendet. Zusätzlich wurden die Indikatoren zu den Regulierungshemmnissen aus dem Jahresbericht 2008 verwendet, der aus drei Komponenten besteht, zu dessen Subindizes jeweils ein Wert zwischen 1 und 3 zugeordnet wird.

Tax and legal environment for limited partners and fund management companies: Pension funds (type of public, mandatory pillar one pension system, availability of complementary, pillar two (occupational) pension systems, quantitative and/or qualitative restrictions impeding or limiting the investments by pension funds in private equity or venture capital, geographical restrictions for pension funds to invest in PE or VC in other European countries), Insurance companies (possibility to invest in PE and VC), quantitative and/or qualitative restrictions impeding or limiting the investments by insurance companies in PE or VC, geographical restrictions for insurance companies to invest in PE or VC in other European countries), fund structures (a dedicated or suitable domestic fund structure or investment vehicle for PE and VC investments, tax transparency for domestic limited partners, tax transparency for non-domestic limited partners, ability for non-domestic limited partners for having a non-permanent establishment in the country, fund management companies liable for VAT on management fees and ability to recuperate it, freedom from undue restriction on investment), Tax incentives for PE and VC (any form of fiscal incentive to encourage the investment in PE and VC).

Tax and legal environment for investee companies: company incentivisation (fiscal incentive scheme to support young and innovative companies in their early development phase, company tax rate, special company tax rate for SMEs, deductability of net interest expenses), Fiscal R&D incentives (for R&D expenditure, R&D capital expenditure, contracting research, technology transfer, cooperation between firms and research institutes/universities, creation of innovative firms).

Tax and legal environment for retaining talent in investee companies and fund management companies: retaining talent in investee companies (capital gains tax rate for private individuals, income tax rate for private individuals, timing and taxation of stock options, method of taxation of the above mentioned stock option scheme), retaining talent in fund management companies (possibility to incorporate a performance based incentive for PE and VC fund managers, taxation of carried interest).

Quelle: <http://evca.eu/> (Juni 2012)

## **AMECO**

Um Kennzahlen in Relation zum Bruttoinlandsprodukts zu setzen, wurde auf die AMECO Datenbasis zurückgegriffen. Diese beinhaltet jährliche Daten zu makroökonomischen Kennzahlen. Sie wird von der Europäischen Kommission (Directorate General for Economic and Financial Affairs; DG ECFIN) zur Verfügung gestellt.

Quelle: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/ameco/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm) (Juni 2012)

## **BRANCHENTAXONOMIEN**

Die beiden Klassifikationen wurden mithilfe statistischer Clustermethoden bestimmt und im Rahmen einer systematischen Validierung auf ihre Robustheit hinsichtlich der Variation zwischen den Ländern getestet. Daten, Methode und Ergebnisse der Validierung sind für beide Klassifikationen ausführlich dokumentiert (Peneder, 2007, 2010).

Innovationsintensität: Branchen (NACE-2-Steller-Sektoren, Sachgüter und Dienstleistungen) werden anhand folgender Kriterien charakterisiert: Wahrscheinlichkeit einer Innovation je investierter Geldeinheit (opportunity conditions), Möglichkeiten Innovationen zu schützen und davon zu profitieren (appropriability conditions) und wie wichtig es in einer Branche ist, dass dort verwendetes Wissen auf bestehendem Wissen aufbaut (cumulativeness of knowledge). Unterschiedliche Kombinationen dieser Kriterien bestimmen das Innovationsverhalten und die Unternehmensdemographie in einer Branche sowie deren Lebenszyklus maßgeblich. Branchen, die einander hinsichtlich dieser Kriterien ähnlich sind, können in Gruppen zusammengefasst werden, die aufgrund ihrer unterschiedlichen Innovationsintensität charakterisiert werden können.

Die hochinnovativen Branchen (Nace Klassifikation) der verwendeten Taxonomie: Machinery, nec. (29), Office, accounting and computing machinery (30), Electrical machinery and apparatus, nec (31), Radio, television and communication equipment (32), Medical, precision and optical instruments (33). Computer and related activities (72).

Ausbildungsintensität: Hier werden Sachgüter und Dienstleistungen nach einheitlichen Kriterien auf der NACE-2-Steller-Ebene gemeinsam klassifiziert. Einerseits wird damit der zunehmenden Unschärfe in der Grenzziehung zwischen Sachgüter und Dienstleistungsbranchen Rechnung getragen, andererseits werden die bestehenden Unterschiede in der Ausbildungsintensität entlang der neuen Kategorien der Klassifikationen konkreter abgebildet. Die Klassifikation beruht auf Individualdaten aus den europäischen Labour Force Surveys und berücksichtigt das Ausbildungsniveau der befragten Individuen sowie die Branche, in denen diese beschäftigt sind. Die Berechnung der Klassifikation basiert auf der Verteilung unterschiedlicher Individualtypen innerhalb eines Wirtschaftszweiges. Diese Vorgangsweise berücksichtigt die Heterogenität im Ausbildungsniveau der Beschäftigten und identifiziert darauf aufbauend Unterschiede in deren Verteilung auf Branchenebene.

Die hoch- und mittelhoch bildungsintensiven Branchen (Nace Klassifikation) der verwendeten Taxonomie: Coke, refined petroleum and nuclear fuel (23), Chemicals and chemical products (24), Office, accounting and computing machinery (30), Radio, television



and communication equipment (32), Medical, precision and optical instruments (33), Other transport equipment (35), Financial intermediation, except insurance and pension funding (65), Insurance and pension funding, except compulsory social security (66), Activities related to financial intermediation (67), Computer and related activities (72), Research and development (73) Other business activities (74), Public Administration and Defecne; Compulsory social security (L), Education (M), Health and social work (N), Other community, social and personal services (O), Extra territorial organizations and bogies (Q).

### ***BACH***

Die BACH-Datenbank (Bank for Accounts of Companies Harmonized) wird seit 1987 von der Europäischen Kommission (DG ECFIN) in Zusammenarbeit mit dem Europäischen Ausschuss der Bilanzentralen (European Committee of Central Balance Sheet Offices) erstellt. Ihr Ziel ist es, internationale Vergleiche zwischen ausgewählten EU-Ländern sowie Japan und den USA zu ermöglichen. Derzeit sind aggregierte Jahresabschlussdaten in folgender Gliederung verfügbar: Länder, Branchen und Größenklassen nach Umsatz. Die österreichischen Daten werden von der Oesterreichischen Nationalbank bereitgestellt (Bilanzstatistik der OeNB) und ergänzt um Informationen für kleinere Unternehmen aus dem Bilanzdatensatz der KMU-Forschung Austria.

### ***OECD***

Verwendet wurden STAN-Daten (Structural Analysis Database) und die Indikatoren zur Produktmarktregulierung. Dieser Index besteht aus drei Hauptkomponenten: Staatskontrolle, Hemmnisse des Unternehmertums und Hemmnisse für Handel und Investitionen.

State control: Public ownership (scope of public enterprises, government involvement in network sectors, direct control over business enterprises), involvement in business operations (price controls, use of command and control regulation).

Barriers to entrepreneurship: Regulatory and administrative opacity (licenses and permits systems, communication and simplification of rules and procedures), administrative burdens on start-ups (admin. burdens for corporations, admin burdens for sole proprietor firms, sector specific admin. burdens), barriers to competition (legal barriers, antitrust exemptions, barriers in network sectors, barriers in services).

Barriers to trade and Investment: explicit barriers to trade and investment (barriers to FDI, tariffs, discriminatory procedure), other barriers (regulatory barriers.).

Quelle: <http://www.oecd.org/economy/pmr>, [www.oecd.org/sti/stan/](http://www.oecd.org/sti/stan/) (Juni 2012)

### ***EIS***

Das European Innovation Scoreboard, der Innovationsanzeiger der EU, reiht nationale Innovationssysteme anhand einer Vielzahl von Indikatoren. Der Gesamtindikator, der „Summary Innovation Index“, besteht aus drei Hauptkomponenten, die sich wiederum aus zahlreichen Subindizes zusammensetzen: ermöglichende Faktoren (Enablers), Aktivitäten von Firmen (Firm Activities) und Innovationsoutputs.

Enablers: Human resources (New doctorate graduates, Population completed tertiary education, Youth with upper secondary level education), Open, excellent and attractive research systems (International scientific co-publications, Scientific publications among top 10% most cited, Non-EU doctorate students) Finance and support (Public R&D expenditure, Venture capital).

Firm activities: Firm investments (Business R&D expenditure), (Non-R&D innovation expenditure), Linkages & entrepreneurship (SMEs innovating in-house, Innovative SMEs collaborating with others, Public-private co-publications), Intellectual Assets, (PCT patent applications, PCT patent applications in societal challenges, Community trademarks, Community designs)

Outputs: Innovators (SMEs introducing product or process innovations, SMEs introducing marketing/organisational innovations), Economic effects (Employment in knowledge-intensive activities, Medium and high-tech product exports, Knowledge-intensive services exports, Sales of new to market and new to firm innovations, Licence and patent revenues from abroad)

Quelle: <http://www.proinno-europe.eu/inno-metrics/page/innovation-union-scoreboard-2011>

### ***EUROSTAT***

Die gezeigten Gründungsdaten stammen aus den Structural Business Statistics.

Quelle:

[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/european\\_business/introduction/](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/european_business/introduction/)  
(Juni 2012)

## **Anhang: Gesprächsleitfaden und Fragebögen**

### **LEITFADEN EXPERTENGESPRÄCHE**

# **Leitfaden Expertengespräche**

## **Risikokapital in Österreich – Angebots- und Nachfrageseitige Erklärungen für die geringe Ausprägung und Empfehlungen zu dessen Überwindung**

Der Leitfaden dient zur  
Vorbereitung des Interviews  
und zur strukturierten  
Gesprächsführung.

Kapitelangaben beziehen sich  
auf die geplante Struktur des Endberichts.



Alle Angaben werden streng vertraulich behandelt und keinesfalls weitergegeben. Es werden ausschließlich Ergebnisse veröffentlicht, die keinerlei Rückschlüsse auf einzelne Gesprächspartner zulassen.

#### Grunddaten

- a) Fondsgröße, Zahl der aktuell gemanagten Fonds
- b) Investmentfokus (Frühphase, Expansion, BO, Mezzanin etc.)
- c) FR-Runden: Wie oft wurden bereits Fonds aufgebracht?
- d) Wie stark sind inländische und wie stark sind internationale Fondsinvestoren vertreten (überwiegende woher?)?
- e) Aktuelle Fundraising Aktivitäten

#### Ad Kapitel 5): Analyse der Entscheidungskriterien von Fondsinvestoren

1. Was halten Sie für die wesentlichen 5 Kriterien, anhand derer Investoren über ein Fondsinvestment entscheiden?
  - a. Was sind dabei die Unterschiede zwischen nationalen und internationalen Investoren?
2. Wie bedeutend schätzen Sie die folgenden Kriterien auf einer Skala von 1 bis 5 ein?
  - a. Spezialisierung des Fonds (Investitionsphase, Finanzierungsinstrumente etc.)
  - b. Performance
  - c. Markt in dem PE/VC-Geber aktiv ist
  - d. Ticket Size
  - e. Geschwindigkeit, mit der das Volumen gedreht werden kann (Investment Pace)
  - f. Investment Period
  - g. Track Record
  - h. Corporate Governance
  - i. Terms of Investment (LPA)
  - j. Fondsstruktur
3. Gibt es bezüglich ihrer Einschätzung zu den Kriterien Unterschiede zwischen österreichischen und internationalen Investoren?
4. Wie schätzen Sie die Investorenpräferenzen für unterschiedliche Risikokapitalgeber ein?
  - a. Early Stage Venture Capital Fund
  - b. Later Stage Venture Capital Fund
  - c. Balanced Venture Capital Fund (diese investieren in Later und Early Stage)
  - d. Growth Fund (Investments in reife Wachstumsunternehmen)
  - e. Buyout Fund (mid-market, large BO, mega BO)
  - f. Mezzanine Fund
  - g. Generalist Fund (Breiter Investitionsansatz)
5. Bei welchen Fondsgrößen setzt das Investoreninteresse ein, wo liegen die Präferenzen?
6. Welche Gruppen von Investoren sind am ehesten an Fonds mit Frühphasenspezialisierung interessiert?
7. Wie stellen sich Österreich bzw. österreichische Risikokapitalgeber in der Investorenwahrnehmung dar (nur kurze Antworten)?
  - a. Bei nationalen Investoren
  - b. Bei internationalen Investoren
8. Welche europäischen Länder sind aus Investorensicht besonders interessant und warum?
9. Wie schätzen sie die zukünftige Entwicklung der Fundraisingsituation für unterschiedliche Risikokapitalgeber (Early-, Later-Stage, BO, Mezzanin) ein?
  - a. In Österreich
  - b. In Europa bzw. den risikokapitalstarken Ländern in Europa

#### **Kapitel 9): Darstellung von Eigenschaften PE/VC-fähiger Unternehmen und von Investitionskriterien**

1. Was sind die wesentlichen 5 Kriterien, anhand derer sie eine Investitionsentscheidung treffen?
2. Wie bedeutend sind für Sie die folgenden Kriterien auf einer Skala von 1 bis 5?
  - a. Alleinstellungsmerkmal
  - b. Marktstruktur sowie Markteintritts- und –durchdringungschancen
  - c. Branchen – Gibt es bevorzugte (welche) und solche, die man meidet (welche)?
  - d. Abhängigkeiten auf der Nachfrage- und/oder Angebotsseite
  - e. Etabliertes Unternehmen bzw. Track Record
  - f. Managementteam und sein Track Record
  - g. Unternehmensgröße (gemessen worin?)
  - h. Wachstumsaussichten (gemessen worin?)
  - i. Investitionserfordernisse (CAPEX)
  - j. Potential für Leverage
  - k. Hoher, stabiler Cash-Flow
3. Was sind nach Ihrer Ansicht die wesentlichen Hemmnisse für Frühphaseninvestments?
4. Was sind nach Ihrer Ansicht die wesentlichen Hemmnisse für Wachstumsinvestments in reifere Unternehmen?

#### **Potential für RK in Österreich**

1. Wie groß ist der jährliche Dealflow?
2. Was ist darin enthalten (alle interessierten Unternehmen, alle interessanten Unternehmen, Unternehmen ab einer bestimmten Screeningstufe, etc.)?
3. Wie groß ist der Anteil an Unternehmen mit 80-100%-iger Dealsicherheit?
4. Wie ist der Dealflow strukturiert (Phase, Größe, Branche etc.)?
5. Wie viel % davon sind im Prinzip für PE/VC interessant?
6. Wie groß ist die Hit-rate und warum investieren Sie nicht mehr in PE-fähige Unternehmen?
7. Wie viel % wurden aus ihrem Dealflow ihres Wissens nach investiert (von österreichischen RKs oder internationalen RKs)?
8. Wie groß schätzen sie den Anteil ihres Dealflows der proprietär nur ihnen alleine zur Verfügung steht?
9. Wie stark schätzen sie die Überschneidung ihres Dealflows mit anderen österreichischen RKs oder internationalen RKs ein?
10. Sind sie in der Lage die Mittel, die Sie für ihre aktiven Fonds aufgebracht haben, plangemäß zu investieren oder ist die Nachfrage (PE-fähiger Unternehmen) zu gering?
11. Wie schätzen sie das Potential an PE-fähigen Unternehmen in ihrem Geschäftssegment ein (z.B. zu gering für die öst. RKs ein)?

#### **Ad Kapitel 13) AIFMD**

1. Ist Ihnen die Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD) ein Begriff?

*Überspringen falls die Inhalte von AIFMD unbekannt sind*

- a. Was leistet sie?
  - b. Wie weit haben Sie sich als Organisation bereits damit befasst/darauf vorbereitet?
2. Die AIFM Richtlinie wird mit Juli 2013 in nationales Recht umgesetzt. Sehen Sie AIFMD als Chance oder als Bedrohung?
  3. Erwarten Sie eine Umsetzung von „AIFMD-light“ oder „AIFMD-full“?
  4. Was sind aus Ihrer Sicht die wesentlichen Effekte aus einer „AIFMD-full“-Umsetzung?
  5. Wie schätzen Sie die Effekte aus einer AIFMD-full Umsetzung auf folgende Faktoren ein?
    - a. Set-up Kosten
    - b. Kosten der Fondsadministration
    - c. Auswirkungen auf das Fondsmanagement (Risikomanagement)
    - d. Reporting an die Investoren
    - e. Reporting der Portfolio Unternehmen an die Risikokapitalinvestoren
    - f. Reporting an die Aufsicht
    - g. Auswirkungen auf „Fee“ und „Carry“
  6. Wie schätzen Sie die Ausweichmöglichkeiten österreichischer Beteiligungsgeber auf andere Jurisdiktionen ein → notwendig, sinnvoll, nicht sinnvoll, leistbar (angesichts bestehender Fondsgrößen)?
  7. Welchen Einfluss wird AIFMD auf die zukünftige Entwicklung von Risikokapital in Österreich haben?

#### **Ad Kapitel 14) European Passport for VCs**

1. Aktuell wird die Einführung eines European Passport for VCs als eigenständige von AIFMD unabhängige Regulierung für VC-Managementteams auf EU-Ebene diskutiert. Sehen Sie diese Initiative als Chance oder als Bedrohung?

*Überspringen falls die Inhalte des VC-Regimes unbekannt sind*

2. Wie schätzen Sie die Effekte aus einer Umsetzung auf folgende Faktoren ein?
  - a. Set-up Kosten
  - b. Kosten der Fondsadministration
  - c. Auswirkungen auf das Fondsmanagement (Risikomanagement)
  - d. Reporting an die Investoren
  - e. Reporting der Portfolio Unternehmen an die Risikokapitalinvestoren
  - f. Reporting an die Aufsicht
  - g. Auswirkungen auf „Fee“ und „Carry“
3. Erwarten Sie eine zügige Umsetzung des „VC-Passport“?
4. Wie schätzen Sie die Konsequenzen einer zur AIFMD zeitversetzten Umsetzung ein?
5. Wie schätzen Sie die Ausweichmöglichkeiten österreichischer Beteiligungsgeber auf andere Jurisdiktion ein → notwendig, sinnvoll, nicht sinnvoll, leistbar (angesichts bestehender Fondsgrößen)?
6. Welchen Einfluss kann der „VC-Passport“ auf die zukünftige Entwicklung von Risikokapital in Österreich haben?

**Ad Kapitel 15) Fund of Fund Aktivitäten des EIF**

1. Ist oder war der EIF in einem ihrer Risikokapitalfonds investiert?

***Überspringen falls EIF nicht investiert ist***

2. Hat der EIF und seine Entscheidung in ihren Fonds zu investieren einen positiven Einfluss auf den Erfolg ihres Fundraisings gehabt?
  - a. Inwieweit hat der EIF ihre Investitionsstrategie beeinflusst?
  - b. Inwieweit beeinflusst der EIF ihr Investitionsverhalten?
  - c. Inwieweit hat der EIF ihre Fund Terms beeinflusst?
  - d. Gibt es einen (direkten oder indirekten) Einfluss des EIF als Investor auf das Management ihres Fonds?

***Allenfalls fortsetzen auch wenn EIF nicht investiert ist***

3. Wie sehen sie die Rolle des EIF im Rahmen der aktuellen und zukünftigen Entwicklung des österreichischen Risikokapitalmarktes?
  - a. Aufgaben
  - b. Auftreten
  - c. Tatsächliche Auswirkungen
4. Wie sehen Sie die Rolle des EIF im Rahmen der aktuellen und zukünftigen Entwicklung des europäischen Risikokapitalmarktes?
  - a. Aufgaben
  - b. Auftreten
  - c. Tatsächliche Auswirkungen
5. Ist ihnen das Competitiveness and Innovation Programm der EU ein Begriff

***Überspringen falls CIP nicht bekannt***

- c. Was leistet es?
- d. Wie weit sind sie davon beeinflusst?

# Fondsbefragung

## Risikokapital in Österreich – Angebots- und Nachfrageseitige Erklärungen für die geringe Ausprägung und Empfehlungen zu dessen Überwindung

Bitte senden Sie den ausgefüllten Fragebogen bis 15.06.2012 an:

AVCO – Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation  
via Email an [office@avco.at](mailto:office@avco.at) oder  
per Fax an (01) 526 35 05 6551

Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung:

Dr. Jürgen Marchart  
Tel: (01) 526 38 05  
[juergen.marchart@avco.at](mailto:juergen.marchart@avco.at)



Ihre Angaben werden streng vertraulich behandelt und keinesfalls weitergegeben. Es werden ausschließlich Ergebnisse veröffentlicht, die keinerlei Rückschlüsse auf einzelne Teilnehmer zulassen.



### Allgemeine Fragen zur Managementgesellschaft:

1. Rechtsform der Managementgesellschaft: \_\_\_\_\_

2. Status der Managementgesellschaft (MG):

- Independent .....
- Captive (Haupteigentümer der MG steuert den Hauptteil der Fondsmittel bei) .....
- Semi-Captive (Haupteigentümer der MG steuert einen erblichen Anteil zu den .....   
Fondsmitteln bei, ein beträchtlicher Anteil kommt aber auch von Investoren ohne  
Anteile an der MG)

3. Wie viele Fonds werden aktuell gemanaget? Und welches Fondsvolumen haben diese?

Anzahl laufende Fonds	Volumen Fonds 1	Volumen Fonds 2	Volumen Fonds 3
_____ Fonds	€ _____ Mio.	€ _____ Mio.	€ _____ Mio.

Sind die Key-Persons des Fondsmanagements selbst in die Fonds investiert? Ja  Nein

Wenn ja, wie hoch sind die Key-Persons in Summe investiert?

- Investment von 1% oder mehr des Fondsvolumens .....
- Investment von weniger als 1% .....

4. Wie viele Fonds wurden insgesamt (inklusive den aktuell laufenden) aufgebracht?

\_\_\_\_\_ Fonds

Sind sie aktuell im Fundraising? Ja  Nein

**Bitte beantworten Sie den folgenden Fragebogen nur für den aktuellsten laufenden Fonds.**

5. Fondsüberblick:

Rechtsform des Fonds: MiFiG  österr. KG  lux. SICA  Andere Rechtsform: \_\_\_\_\_

Standort des Fonds (z.B. Österreich): \_\_\_\_\_

Jahr des First Closing: \_\_\_\_\_ Jahr des Final Closing: \_\_\_\_\_

Laufzeit des Fonds in Jahren: \_\_\_\_\_ Investitionsperiode in Jahren: \_\_\_\_\_

6. Fondsinvestoren: Wie verteilt sich das Fondsvolumen (in %) auf

Österreichische Investoren: \_\_\_\_\_ %

Deutsche Investoren: \_\_\_\_\_ %

Schweizer Investoren: \_\_\_\_\_ %

Andere europäische Investoren: \_\_\_\_\_ %

US-Investoren: \_\_\_\_\_ %

Rest der Welt: \_\_\_\_\_ %

Total = 100 %

**7. Vertragliche Fondsregulierungen:**

Welche Bestimmungen der Fondsverträge regulieren die Kreditmöglichkeiten des Fonds?

Ist geplant das Fondsvolumen teilweise aus Fremdmitteln aufzubringen? Ja  Nein

Wenn ja, in welchem Verhältnis zu den Fondsinvestitionen? \_\_\_\_\_ % Fremdmittel

Ist das Aufbringen von Fremdmitteln durch den Fonds nur zum Liquiditätsmanagement (bridge financing) erlaubt? Ja  Nein

Gibt es andere Bestimmungen zur Regulierung der Kreditmöglichkeiten? Ja  Nein

Wenn ja, welche? \_\_\_\_\_

Verfügt der Fonds über Re-Investmentmöglichkeiten? Ja  Nein

Wenn ja, unter welchen Bedingungen und in welchem Ausmaß darf reinvestiert werden (z.B. wenn die investierbaren Mittel vor Ablauf der Investitionsperiode investiert wurden, können die Rückflüsse aus Exits bis zum Ende der Investitionsperiode und im Ausmaß von max. 20% der kommittierten Mittel reinvestiert werden)?

\_\_\_\_\_

Unter welchen Bedingungen darf das Fondsmanagement während der Laufzeit des Fonds einen weiteren Fonds neu aufbringen?

Gibt es Einschränkungen? Ja  Nein

Falls Einschränkungen bestehen, bitte beschreiben Sie diese kurz?

\_\_\_\_\_

Enthalten die Fondsverträge „Clawback Provisions“? Ja  Nein

Enthalten die Fondsverträge „Key Management Provisions“? Ja  Nein

Enthalten die Fondsverträge „Change of Control Provisions“? Ja  Nein

Enthalten die Fondsverträge „Leaver Provisions“? Ja  Nein

Erfolgt die Bewertung von Portfoliounternehmen nach EVCA Standards? Ja  Nein

Erfolgt das Reporting an die Fondsinvestoren nach EVCA Standards? Ja  Nein

**8. Fondsinvestments: Welchen Investmentfokus hat der Fonds?**

Phase(n): mehrere Alternativen möglich

Early Stage Venture Capital .....

Later Stage Venture Capital .....

Balanced Venture Capital (Early und Later Stage Venture Capital) .....

Growth (Investments in reife Wachstumsunternehmen) .....

Buyout (mid-market, large BO, mega BO) .....

Mezzanine .....

Generalist (breiter Investitionsansatz in viele oder alle anderen genannten Kategorien)..

Distressed /Turnaround .....

**Regionen:**

mehrere Alternativen möglich

- Österreich .....
- Deutschland .....
- Schweiz .....
- CEE - Nachbarn .....
- CEE - Andere .....
- Restliches Europa .....
- Andere .....

**Investmentgröße:**

Welches Transaktionsvolumen fokussieren Sie (z.B. von 1-5 Mio. oder 15-50 Mio.)? € \_\_\_\_\_

Wie groß ist das durchschnittliche Investitionsvolumen, das Sie planen?

Für Erstinvestment: € \_\_\_\_\_ Über alle Finanzierungsrunden: € \_\_\_\_\_

In Unternehmen welcher Größe – gemessen am Umsatz – planen Sie zu investieren (z.B. 0,5 - 1,5 Mio. oder 15-50 Mio.)? € \_\_\_\_\_

**Branche(n):**

Ist Ihre Investitionstätigkeit auf bestimmte Branchen fokussiert? Ja  Nein

Wenn ja: Was sind die Zielbranchen? Und welches sind die Branchen, in die Sie normaler Weise nicht investieren?

jeweils mehrere Alternativen möglich	Zielbranche des Fonds	normalerweise keine Investments
Agriculture .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Business & industrial products .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Business & industrial services .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Chemicals & materials .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Communications .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Computer & consumer electronics .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Construction .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Consumer goods & retail .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Consumer services .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Energy & environment .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Financial services .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Life sciences .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Real estate .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Transportation .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Andere: _____		Andere: _____

**Investmentpolitik:**

- Was streben Sie an?
- Ausschließlich Mehrheitsbeteiligungen .....
  - Ausschließlich Minderheitsbeteiligungen .....
  - Beides möglich – je nach Investmentfall .....

Welche Finanzierungsinstrumente verwenden Sie unter Nutzung Ihrer Fondsmittel?

mehrere Alternativen möglich

- Investitionen ins Eigenkapital .....
- Gesellschafterdarlehen .....
- Mezzaninprodukte .....

Wie viele Wochen wenden Sie durchschnittlich für eine Investitionsentscheidung auf (ab dem LOI oder der Indicative Offer)?

\_\_\_\_\_ Wochen

Wie lange beträgt die durchschnittliche Behaltdauer für Ihre Beteiligungen (z.B. 3-5 Jahre)?

\_\_\_\_\_ Jahre

Planen Sie syndizierte Transaktionen ...

mehrere Alternativen möglich

- eher mit österr. Finanzierungspartnern? .....
- eher mit internationalen Finanzierungspartnern? .....
- Syndizierungen werden soweit wie möglich vermieden .....

Welche Kontroll- und Schutzrechte sehen Sie bei Minderheitsbeteiligungen vor?

Nutzen Sie externe Leverageanbieter zur Strukturierung Ihrer Deals?

Ja  Nein

**Investitionsbeschränkungen:**

Enthalten die Fondsverträge Beschränkungen für Einzelinvestments (z.B. nicht mehr als 10% des Fondsvolumens)?

Ja  Nein

Wenn ja, welche? \_\_\_\_\_

Enthalten die Fondsverträge sozial/ethisch motivierte Investitionsbeschränkungen (z.B. keine Investments in Unternehmen, die Waffen oder besonders umweltschädliche Substanzen produzieren)?

Ja  Nein

Enthalten die Fondsverträge andere Investitionsbeschränkungen?

Ja  Nein

Wenn ja, welche? \_\_\_\_\_

**9. Corporate Governance**

Über welche Entscheidungsgremien verfügt Ihr Fonds?

mehrere Alternativen möglich

- Aufsichtsrat .....
- Advisory Board (Beratungsgremium von Fondsinvestoren ohne direkten Einfluss auf die Investitionsentscheidungen) .....
- Investment Committee – captive (mit Entscheidungsbefugnis über Investments unter dem Einfluss einzelner oder einer kleinen Gruppe von Investoren) .....
- Investment Committee - autonom (mit autonomer Entscheidungsbefugnis über Investments ohne dass Fondsinvestoren maßgeblichen Einfluss ausüben können) .....
- Andere .....

Verfügt der Fonds über ein Corporate Governance-Konzept, das die Prinzipien des Fundmanagements, den Umgang mit Interessenkonflikten, die Prinzipien von Bewertung und Reporting etc. regelt und Bestandteil der Fondsverträge ist?

Ja  Nein

## 10. Team Investmentmanager

Anzahl der Investmentmanager des Fonds: \_\_\_\_\_ Personen

Erfahrung der Investmentmanager im PE/VC-Geschäft in Jahren:  
(im Durchschnitt über alle Investmentmanager) \_\_\_\_\_ Jahre

Anzahl der Beteiligungen pro Investmentmanager (für wie viele  
Beteiligungen ist ein Investmentmanager im Durchschnitt verantwortlich)? \_\_\_\_\_ Beteiligungen

Wie lange arbeitet das aktuelle Team von Investmentmanagern  
bereits zusammen? (in Jahren) seit \_\_\_\_\_ Jahren

Vor wie vielen Jahren hat es den letzten Wechsel bei den  
„Key-Persons“ gegeben? vor \_\_\_\_\_ Jahren

## 11. Remunerierung

Haben Sie mit Ihren Fondsinvestoren eine Hurdle Rate auf das  
eingebrachte Fondskapital vertraglich vereinbart? Ja  Nein

Wenn ja, wie hoch ist die vereinbarte Hurdle Rate? Liegt der

vereinbarte Hurdle Rate bei ... 8% .....

Über 8% .....

Unter 8% .....

Haben Sie mit Ihren Investoren eine Carried Interest-Vereinbarung  
vertraglich fixiert? Ja  Nein

Falls ja, fällt dabei dem Managementteam bzw. der Managementgesell-  
schaft ein bestimmter Anteil der Netto-Fondserträgen (Fondserträge  
abzüglich des von den Investoren eingezahlten Kapitals) zu? Ja  Nein

Falls Sie eine andere Carried Interest-Vereinbarung betroffen haben, beschreiben Sie dies bitte?

\_\_\_\_\_

Wenn Sie einen Anteil an den Fondserträgen als Carried Interest vereinbart haben:

Liegt der vereinbarte Carry bei ... 20% .....

Über 20% .....

Unter 20% .....

Wer partizipiert am Carry? mehrere Alternativen möglich

Partner der Managementgesellschaft .....

Das gesamte Team (in Abstufungen) .....

Ausgewählte Investoren .....

Ausgewählte externe Experten, die mit .....

Fondsagenden betraut sind

Liegt die mit den Investoren vertraglich vereinbarte Management Fee während der  
Investitionsperiode bei ... 2% .....

Über 2% .....

Unter 2% .....

Haben Sie für die Zeit nach der Investitionsperiode eine „scaling-down“-  
Vereinbarung (schrittweise Reduktion des Prozentsatzes) für die  
Management Fee getroffen?

Ja       Nein

Was haben Sie als Basis für die Management Fee *während* der Investitionsperiode festgelegt?

- Kommittiertes Kapital .....
- Eingezahltes Kapital .....
- Anderes .....

Was haben Sie als Basis für die Management Fee *nach* der Investitionsperiode festgelegt?

- Gleich wie während er Investitionsperiode .....
- Kommittiertes Kapital minus rückgeführte Einzahlungen .....
- Eingezahltes Kapital minus rückgeführte Einzahlungen .....
- Anderes .....

Haben Sie neben dem „Carried Interest“ und der „Management Fee“ weitere  
Remunerierungskomponenten vertraglich vereinbart?

Ja       Nein

Wenn ja, welche?

mehrere Alternativen möglich

- Syndikation Fees .....
- Monitoring Fees .....
- Set-up Fee (für das Einrichten des Fonds) .....
- Anderes .....

**Vielen Dank für die Beantwortung des Fragebogens!**

# Unternehmensbefragung

## Risikokapital in Österreich – Angebots- und Nachfrageseitige Erklärungen für die geringe Ausprägung und Empfehlungen zu dessen Überwindung

Bitte senden Sie den ausgefüllten Fragebogen bis 15.06.2012 an:

AVCO – Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation  
via Email an [office@avco.at](mailto:office@avco.at) oder  
per Fax an (01) 526 35 05 6551

Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung:

Dr. Jürgen Marchart  
Tel: (01) 526 38 05  
[juergen.marchart@avco.at](mailto:juergen.marchart@avco.at)



Ihre Angaben werden streng vertraulich behandelt und keinesfalls weitergegeben. Es werden ausschließlich Ergebnisse veröffentlicht, die keinerlei Rückschlüsse auf einzelne Teilnehmer zulassen.

**1** In welcher Branche ist Ihr Unternehmen überwiegend tätig?

Bitte nur eine Nennung.

- Agriculture
- Business & Industrial products
- Business & Industrial services
- Chemicals & materials
- Communications
- Computer & consumer electronics
- Construction
- Consumer goods & retail
- Consumer services
- Energy & environment
- Financial services
- Life sciences
- Real estate
- Transportation
- 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** In welchen Jahren haben die Private Equity/Venture Capital (PE/VC) Finanzierungsrunden in Ihrem Unternehmen stattgefunden? Wie viele PE/VC-Geber waren daran jeweils beteiligt?

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



**5 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:
- 

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

Mehrfachnennungen möglich.

- Finanzierung durch andere Finanzierungsquellen war:
- |                                 | 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 genauso umfassen wie die stille Beteiligung.

**7 Haben Sie, neben den PE/VC-Gebern, auch einen oder mehrere der folgenden Finanzierungs-partner 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 genauso umfassen wie die stille Beteiligung.



**8** 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:

\_\_\_\_\_

**9** 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?

\_\_\_\_\_

**10** 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 Mangel an geeigneten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Finanzierungsmöglichkeiten (durch Wachstum bedingte)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
organisatorische Probleme Mangel an	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
geeignetem Fachpersonal mangelnde Informationen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
über Technologien fehlende Informationen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
über Märkte mangelnde Kundenakzeptanz für	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
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?

\_\_\_\_\_

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

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

\_\_\_\_\_

**12 Was waren die größten Hindernisse für die Aufstellung einer PE/VC Finanzierung?**

- zu wenige nationale PE/VC Fonds
- Internationale PE/VC Fonds interessieren sich nicht für österreichische KMU
- Zielkonflikte mit dem PE/VC Fonds
- zu niedriger Investmentbedarf
- zu hoher Investmentbedarf
- Due Dilligence zu aufwändig
- Dealkosten zu hoch
- Keine Einigung zum Kaufpreis der Anteile
- Exitaussichten des PE/VC-Gebers zu gering
- anderes, und zwar:

\_\_\_\_\_

**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 2011 noch nicht vorliegen, bitten wir Sie um die Angabe der vorläufigen Ergebnisse.

	zum Zeitpunkt des PE-Investments			
Jahr: _____	2008	2009	2010	2011
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 2011 noch nicht vorliegen, bitten wir Sie um die Angabe der vorläufigen Ergebnisse.

	2008	2009	2010	2011
Exporte	_____ %	_____ %	_____ %	_____ %
Aufwendungen für Forschung und Entwicklung	_____ %	_____ %	_____ %	_____ %
Aufwendungen für Marketing und Werbung	_____ %	_____ %	_____ %	_____ %

**15 Hat Ihr Unternehmen seit 2008 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 2008 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 2011?**

\_\_\_\_\_ %

**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!**