

Michael Peneder

Von den "trockenen Tälern" der Risiko- und Wachstumsfinanzierung

Der in der Literatur als "valley of death" bezeichnete kritische Übergang von der öffentlichen Forschungszur privaten Wachstumsfinanzierung betrifft besonders junge, kleine und innovative Unternehmen. Typischerweise tritt das Problem dann auf, wenn das Startkapital für die erste technische Realisierung aufgebraucht ist, aber hohe Investitionen für die Errichtung von Produktion und Vertrieb notwendig werden. Wie das Beispiel von Ländern mit gut funktionierendem Markt für Risikokapital zeigt, sind solche "trockenen Täler" auch mit privater Finanzierung zu bewältigen. Während in Österreich die allgemeine Finanzierung von Klein- und Mittelbetrieben im internationalen Vergleich gut abschneidet, ist der Markt für Risiko- und Wachstumskapital nur sehr schwach entwickelt. Die Wirksamkeit wirtschaftspolitischer Interventionen ist begrenzt. Neben der Gestaltung unterstützender Rahmenbedingungen und der Stärkung des Innovations-systems sollten öffentliche Mittel komplementär bzw. in Partnerschaft mit privaten Anbietern eingesetzt werden.

Begutachtung: Jürgen Janger • Wissenschaftliche Assistenz: Anna Strauss • E-Mail-Adressen: Michael.Peneder@wifo.ac.at, Anna.Strauss@wifo.ac.at

Bei dynamischer Betrachtung der Finanzierungsbedingungen junger Unternehmen gibt es eine kritische Phase, die gemeinhin und nicht ohne dramatische Note als "valley of death" bezeichnet wird. Diese finanzielle "Durststrecke" entsteht durch die zeitliche Kluft zwischen den erforderlichen Investitionen zur Gründung eines Unternehmens in Verbindung mit Produktion und Markteinführung, während die Selbstfinanzierungskraft aus dem eigenen Cash-Flow noch gering ist. Die Überbrückung dieser zeitlichen Kluft ist ein Beispiel für die allgemeine *Finanzierungsfunktion* der Kapitalmärkte. Ihre klassische Ausprägung ist der Kredit im Sinne der Bevorschussung einer unternehmerischen Initiative im Vertrauen (lateinisch "credere") auf die erwarteten Rückflüsse; dies gilt aber gleichermaßen für Eigenkapital.

Das Finanzierungsproblem junger Unternehmen ist eine grundlegende Realität des Wirtschaftsprozesses, das die Marktteilnehmer regelmäßig und ohne große öffentliche Anteilnahme mit der Anfangsausstattung mit Eigen- bzw. Fremdkapital sowie mit den später einsetzenden Rückflüssen aus dem Cash-Flow lösen. Jene (potentiellen) Unternehmen, die nicht über genügend Eigenmittel verfügen und auch nicht in der Lage sind, externe Finanzgeber von den Erfolgsaussichten ihres Vorhabens zu überzeugen, scheitern entweder bereits an der Gründung oder überstehen diese Durststrecke nicht. Wenn verlustbringende oder wenig ertragreiche Projekte keine Finanzierung finden, werden knappe Finanzmittel zielgenauer zu den ertragreicheren Projekten gelenkt. Kaufkraft wird somit nicht vergeudet, sondern möglichst produktiv eingesetzt. Durch die umfangreichen Erfahrungen mit unterschiedlichsten Finanzierungsanträgen sowie die unmittelbare Betroffenheit im Falle von Fehleinschätzungen sind die Finanzmärkte am besten für diese Aufgabe geeignet. Sie erfüllen damit zusätzlich eine wichtige Steuerungs- und *Selektionsfunktion* im Wirtschaftsprozess.

Dennoch ist die optimale Erfüllung der Funktion durch die Kapitalmärkte nicht immer sichergestellt. Im Gegenteil, unterschiedliche Theorien des Marktversagens nennen Gründe, warum Finanzierungsentscheidungen dahingehend verzerrt sein können, dass Unternehmen trotz erwarteter positiver Nettoerträge an der Finanzierung scheitern. Die wichtigsten Ursachen sind hohe Transaktionskosten in Bewertung und Ma-

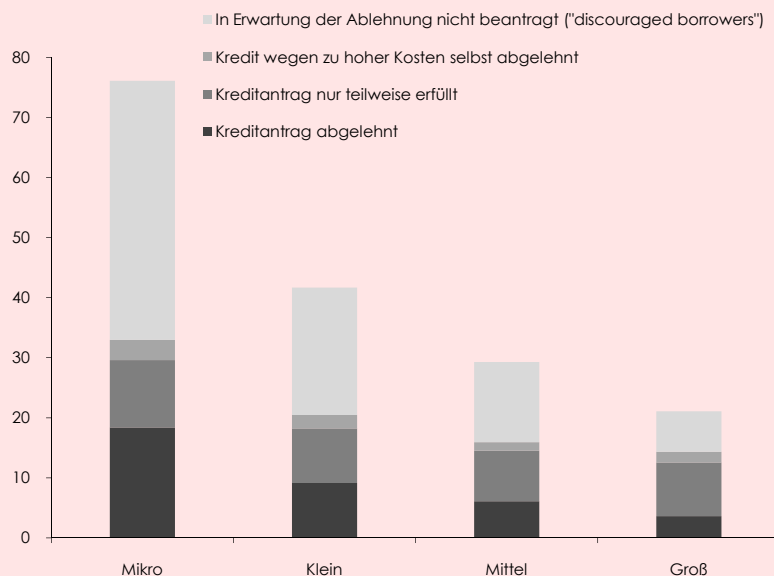
Finanzierungsfunktionen und -probleme

agement von Unsicherheit sowie Informationsasymmetrien zwischen Unternehmen und Investoren, die das *Vertrauen* in die Qualität der Projekte bzw. das Verhalten nach der Finanzierungsentscheidung beeinträchtigen.

Bestimmte Typen von Unternehmen sind zudem von diesen Finanzierungsbeschränkungen systematisch mehr betroffen als andere (Peneder, 2008). Für *kleine und mittelgroße Unternehmen* etwa sind die Transaktionskosten für die Bewertung und das Monitoring des Investitionsvorhabens relativ zum Geschäftsvolumen entsprechend groß. Wie die Befragungen der Europäischen Zentralbank (ECB, 2013) für den Euro-Raum bestätigen, steigt der Finanzierungserfolg systematisch mit der Größe des Unternehmens (Abbildung 1). So wurden im Durchschnitt der Erhebungen der Jahre 2010 bis 2012 nur 3,6% der von großen Unternehmen beantragten Kredite abgelehnt, aber 6,1% der Anträge von mittelgroßen Unternehmen, 9,2% jener von kleinen Unternehmen und 18,4% der Kreditanträge von Mikro-Unternehmen. Ähnlich aber weniger stark ausgeprägt sind die Unterschiede nach Größenklassen für solche Unternehmen, die den Kredit wegen der zu hohen Kosten selbst ablehnen, nur teilweise bekommen oder wegen der erwarteten Ablehnung gar nicht beantragen ("discouraged borrowers").

Abbildung 1: Finanzierungshindernisse nach der Unternehmensgröße

Durchschnitt der Erhebungen für den Euro-Raum März 2010 bis März 2013, Anteile in %



Q: ECB (2013). Da discouraged borrowers im Zähler, nicht aber im Nenner enthalten sind, kann die Rate mehr als 100% betragen. Mikro . . . 1 bis 9 Beschäftigte, Klein . . . 10 bis 49 Beschäftigte, Mittel . . . 50 bis 249 Beschäftigte, Groß . . . 250 oder mehr Beschäftigte.

Kleine, junge und innovative Unternehmen sind am meisten von systematischen Finanzierungsbeschränkungen betroffen.

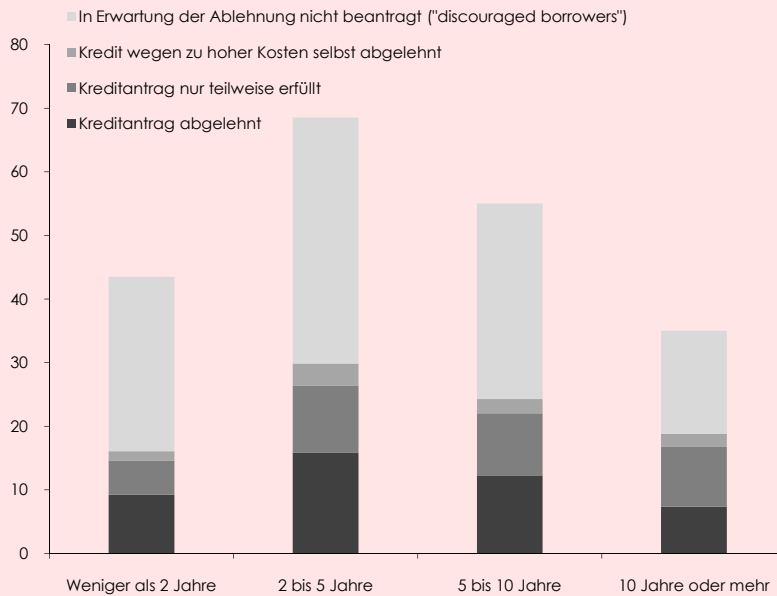
Wenn die Unternehmen zusätzlich *jung* und neu auf dem Markt sind, werden die Finanzierungsbedingungen dadurch erschwert, dass das Unternehmen noch kaum Mittel aus dem eigenen Cash-Flow ansparen konnte und kaum besicherbare Vermögenswerte besitzt bzw. Reputation aufbauen konnte. Die Daten der EZB bestätigen auch hier systematische Unterschiede im durchschnittlichen Finanzierungserfolg nach Alter der Unternehmen (Abbildung 2). Allerdings ist dieser Zusammenhang nicht linear, sondern die Schwierigkeiten bei der Finanzierung scheinen für Unternehmen im Alter von 2 bis 5 Jahren am größten zu sein.

Am schärfsten treten die Finanzierungsprobleme aber auf, wenn die Unternehmen zusätzlich auf (technologische) *Innovationen* ausgerichtet sind. Mit der Komplexität der Projekte steigt nicht nur die Unsicherheit, sondern auch die Informationsasymmetrie zwischen dem (technologisch) hochspezialisierten Unternehmen und den Investoren. Externes Expertenwissen zur Prüfung der Qualität und Marktchancen solcher Projekte ist ebenso teuer wie das Monitoring. Dazu kommt das Problem der

schwierigen Besicherung mit größtenteils an Wissen und individuelle Fähigkeiten gebundenen immateriellen Vermögenswerten.

Abbildung 2: Finanzierungshindernisse nach dem Unternehmensalter

Durchschnitt der Erhebungen für den Euro-Raum März 2010 bis März 2013, Anteile in %



Q: ECB (2013). Da discouraged borrowers im Zähler, nicht aber im Nenner enthalten sind, kann die Rate mehr als 100% betragen.

Wie die Daten des *Community Innovation Survey* (CIS) der EU zeigen, verstärken Innovationen die Finanzierungsprobleme für kleine und mittlere Unternehmen (Abbildung 3). Für Unternehmen mit eigenen Produkt- oder Prozessinnovationen verlieren sowohl die allgemeinen Kosten des Innovationsprojektes als auch Beschränkungen in der Innen- und Außenfinanzierung mit der Größe des Unternehmens deutlich an Gewicht als Hinderungsgrund für Innovationsaktivitäten. Die Daten für nicht-innovative Unternehmen zeigen diesen Effekt aber nicht. Eine frühere Erhebung (CIS 2006) zeigt auch für nichtinnovative Unternehmen einen negativen Zusammenhang, wobei die Unterschiede aber deutlich schwächer ausgeprägt sind (siehe auch *Hölzl – Janger, 2012, 2013*). Unter jenen Unternehmen, die von Finanzierungsproblemen als Hinderungsgrund für eigene Innovationsaktivitäten berichten, sind, gemessen am Anteil der innovativen und der nichtinnovativen Unternehmen, abermals kleine und mittlere Unternehmen von Finanzierungsbeschränkungen viel häufiger betroffen, wenn sie innovativ sind.

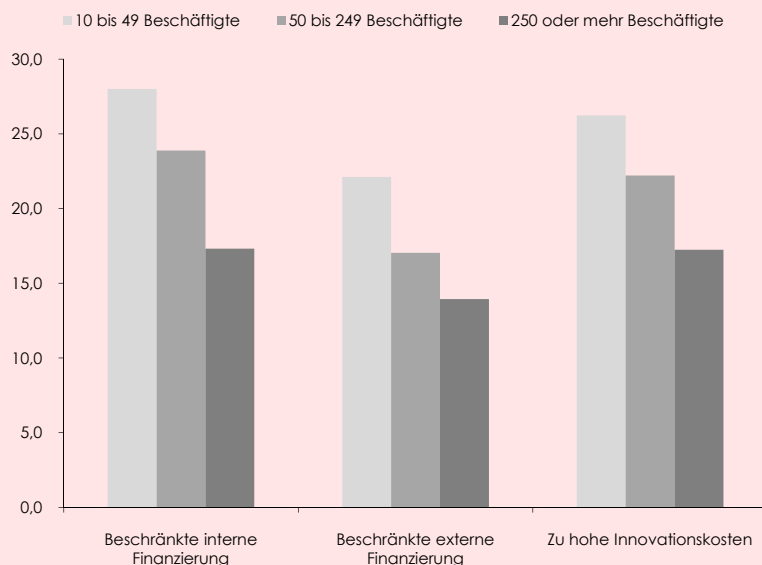
Nach beiden Erhebungen sind die Finanzierungshindernisse dann am größten, wenn die Unternehmen sowohl innovativ als auch klein sind. Die wichtigste Problemgruppe in der Risiko- und Wachstumsfinanzierung sind daher die jungen und besonders innovativen Klein- und Mittelbetriebe, also typischerweise technologieorientierte Neugründungen ("new technology based firms"¹⁾).

¹⁾ Der geringere Finanzierungserfolg einzelner Unternehmenstypen bedeutet nicht zwangsläufig ein "Marktversagen", sondern kann auch auf funktionierende Selektionsmechanismen zurückgehen, wenn unter ihnen der Anteil erfolgversprechender Projekte geringer ist als in der Grundgesamtheit der Unternehmen. Das Ausmaß der Unterschiede legt aber nahe, dass eine Kombination all dieser Effekte vorliegt.

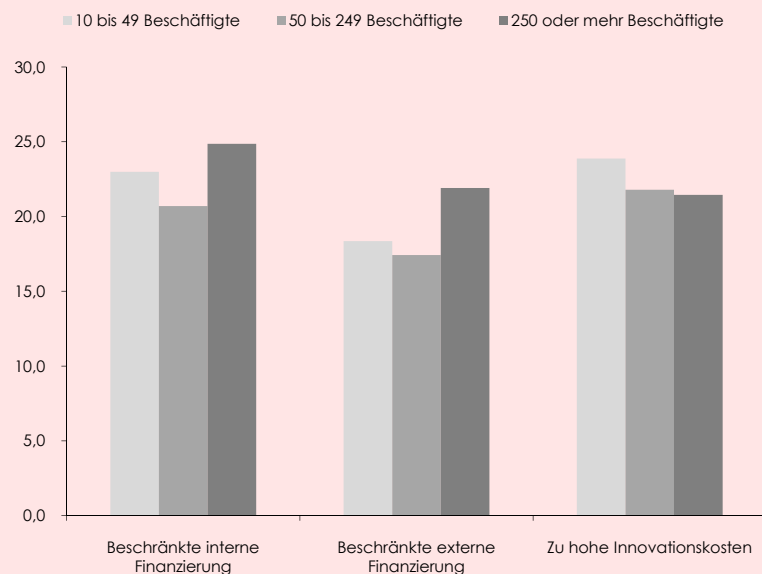
Abbildung 3: Finanzierungshindernisse für Innovationsaktivitäten nach der Unternehmensgröße

Anteile in %

Unternehmen mit Produkt- und/oder Prozessinnovationen



Nichtinnovative Unternehmen

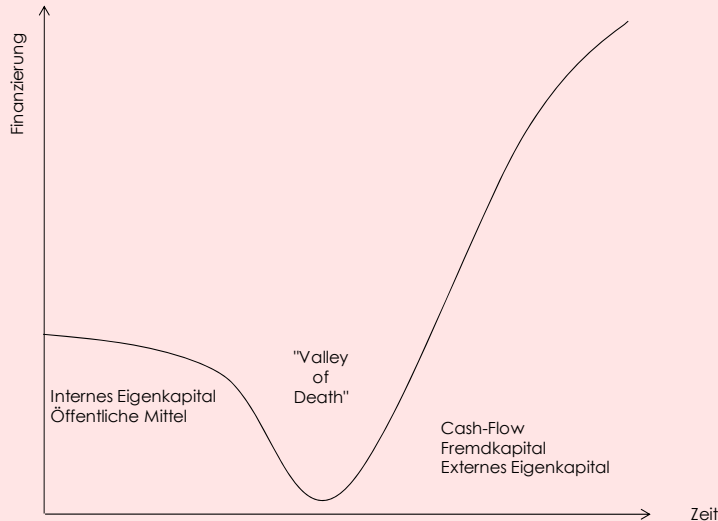


Q: Eurostat, CIS 2010. Die Daten enthalten Werte für bis zu 25 europäische Länder.

Die "trockenen Täler"

Der nichtlineare Verlauf der Finanzierungsbeschränkungen in Abhängigkeit vom Alter der Unternehmen (Abbildung 2) weist auf einen weiteren Aspekt hin, der in Anlehnung an die internationale Literatur als Problem der "trockenen Täler" bezeichnet werden soll. Murphy – Edwards (2003) beschreiben mit dem Begriff "valley of death" eine Lücke im Übergang von der öffentlichen F&E-Förderung zur privaten Risikokapitalfinanzierung. Aber das Problem ist von allgemeinerer Natur und reicht über die reine Förderthematik hinaus: Für die erfolgreiche Gründung eines technologieorientierten Unternehmens ist für die ersten Investitionsvorhaben, z. B. die Entwicklung eines Prototyps, zusätzlich zu den öffentlichen Förderungen auch hinreichend Startkapital erforderlich (Abbildung 4).

Abbildung 4: Die "trockenen Täler" der Risiko- und Wachstumsfinanzierung



Q: Adaptiert nach Murphy – Edwards (2003).

Das Finanzierungsproblem nimmt gänzlich neue Formen an, wenn z. B. nach zwei Jahren der Prototyp erfolgreich entwickelt wurde, das Startkapital aber (weitgehend) aufgebraucht ist und das Unternehmen für die kommerzielle Umsetzung zusätzliche Mittel für den Aufbau der Produktion und des Vertriebes benötigt. Wegen der Gefahr von Nachahmungen durch Konkurrenten sollte das Unternehmen auch möglichst rasch expandieren ("first-mover advantage"). Für diese Expansion sind in der Regel und aus guten Gründen kaum öffentliche Fördermittel vorhanden:

- Erstens kann man für Investitionen in das Wachstum eines Unternehmens kaum positive externe Effekte ins Treffen führen. Im Zusammenhang mit den F&E-Ausgaben konnte man noch unterstellen, dass zumindest ein Teil des neuen Wissens anderen Marktteilnehmern zugute kommt, die keine Kosten dafür tragen. Im Gegensatz dazu zielt aber die Wachstumsfinanzierung gerade darauf ab, diese externen Effekte zugunsten von Mitbewerbern zu verhindern und den wirtschaftlichen Ertrag der Innovation im Unternehmen selbst zu realisieren.
- Zweitens fällt mit der technischen Demonstration der Realisierbarkeit einer Innovation eine wesentliche Quelle von Unsicherheit und Informationsasymmetrien weg. Zwar bestehen weiterhin Unsicherheiten z. B. hinsichtlich der technologischen Entwicklungsfähigkeit, des Überganges vom Prototypen zur Serienfertigung, der Managementqualitäten oder der tatsächlichen Marktakzeptanz, aber diese entsprechen zunehmend den üblichen Geschäftsrisiken.

Die traditionelle Argumentation mit "Marktversagen" spricht daher in der Regel gegen eine öffentliche Förderung der reinen Wachstumsphase von Unternehmen. Dieser auf statischen Gleichgewichtsannahmen beruhenden Interventionslogik kann man aber entgegenhalten, dass der Ausgleich von privaten und sozialen Erträgen der Innovationen durch die Kompensation externer Effekte letztlich scheitert, wenn die neuen Unternehmen in den "trockenen Tälern" scheitern und ihre mit öffentlichen Förderungen geschaffenen Innovationen nicht auf den Markt bringen und damit in Produktion und Beschäftigung umsetzen können. Für die Wirtschaftspolitik legt das Problem der "trockenen Täler" daher vor allem solche Ansätze nahe, die im Sinne einer "Public-Private Partnership" helfen, den Übergang von der öffentlichen zur privaten Finanzierung zu erleichtern (Murphy – Edwards, 2003).

Die "trockenen Täler" entstehen somit dann, wenn

- der Finanzierungsbedarf z. B. für die Errichtung von Produktionsanlagen und Vertriebssystemen stark steigt,
- das Gründungskapital (weitgehend) erschöpft ist,

Mit dem Auslaufen der öffentlichen Forschungsförderung ergibt sich vor dem Greifen der privaten Risikokapitalfinanzierung für neue technologieorientierte Klein- und Mittelbetriebe eine kritische Phase.

- die Selbstfinanzierungskraft aus dem eigenen Cash-Flow noch sehr eingeschränkt ist und
- öffentliche Förderungen auslaufen bzw. nicht mit dem Finanzierungsbedarf mitwachsen können.

Wie das Beispiel von Ländern mit gut funktionierendem Markt für Risikokapital zeigt, müssen solche "Durststrecken" nicht immer "letal" sein, sondern können grundsätzlich auch privat finanziert werden. Dieses besonders komplexe Geschäftsfeld erfordert aber ein hochentwickeltes und spezialisiertes Angebot.

Thomas Jud beschreibt in seinem Beitrag zu diesem Schwerpunktheft das vielschichtige Funktionsmodell der Risikokapitalfinanzierung (Jud, 2013)²). Im Zentrum stehen die Risikokapitalfonds mit dem Fondsmanagement. Bei ihnen laufen auf der Angebotsseite die Beziehungen zu den Investoren und auf der Nachfrageseite die Beziehungen zu den kapitalsuchenden Unternehmen zusammen. Zusätzlich managen sie zahlreiche Beziehungen zu komplementären Dienstleistern (z. B. Steuer- und Unternehmensberatung) und müssen Käufer für ihre Beteiligungen finden.

In diesem komplexen Beziehungsgeflecht sind Erfahrung, Fachwissen und Geschäftskontakte das wichtigste Kapital, das die Fonds zur Unterstützung der Unternehmen im Portfolio einbringen können. Sie handeln dabei nicht bloß als Intermediäre, sondern versuchen aktiv zum Wachstum des Unternehmenswertes beizutragen. Diese zusätzliche *Mehrwertfunktion* unterscheidet Risikokapitalgeber wesentlich von anderen Akteuren auf den Finanzmärkten (Jud, 2003).

Die Vermittlung von Risikokapital ist ein hochkomplexes Geschäftsfeld, in dem Know-how und Erfahrung an den Erfolgen wachsen müssen.

Finanzierungsbedingungen in Österreich

Im europäischen Vergleich schneidet die allgemeine Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen in Österreich sehr gut ab, die Risikofinanzierung ist aber weit abgeschlagen.

Die Relation der Summe jener Unternehmen, deren Kreditanträge abgelehnt oder nur teilweise erfüllt wurden bzw. die den Kredit wegen zu hoher Kosten selbst abgelehnt haben oder als "discouraged borrowers" in der Erwartung einer Ablehnung gar nicht beantragt haben, zur Summe jener Unternehmen, die aktiv einen Kredit gesucht haben, ergibt eine für den internationalen Vergleich aussagekräftige Rate der Finanzierungsbeschränkungen³).

In Österreich waren im Durchschnitt der Erhebungen von April 2011 bis März 2013 18,8% der Klein- und Mittelbetriebe durch eine der zuvor genannten Arten von Kreditbeschränkungen betroffen. Am höchsten waren die Beschränkungen mit 27,0% für die Mikro-Unternehmen vor den kleinen Unternehmen mit 18,5%, während die Rate für die mittelgroßen Unternehmen 12,8% betrug. Innerhalb des Euro-Raumes weist nur Finnland bessere Werte auf als Österreich (Abbildung 5). Finnland, Österreich und Deutschland bilden damit die Spitzengruppe mit den besten Finanzierungsbedingungen für Kleinunternehmen.

Die Ergebnisse des WIFO-Konjunkturtests (Falk – Hölzl – Schwarz, 2013) zeigen ein ähnliches Bild (Übersicht 1). Zwischen November 2011 und Mai 2013 nahmen im Durchschnitt jeweils mehr als 1.180 Unternehmen an der Erhebung teil. Die Rate der "discouraged borrowers" sinkt auch hier sehr deutlich mit der Unternehmensgröße. Gleiches gilt für die Anteile jener Unternehmen, deren Kreditansuchen abgelehnt oder nur teilweise erfüllt wurde bzw. deren Kreditbedingungen inakzeptabel waren. Aufgrund der teilweise abweichenden Fragestellung kann man die Erhebungen der EZB und des WIFO nicht direkt vergleichen. Der WIFO-Konjunkturtest deutet insgesamt auf etwas größere Schwierigkeiten bei der Kreditfinanzierung hin. Im internationalen Vergleich anhand der EZB-Befragungen scheinen die Finanzierungsbedingungen in Österreich aber verhältnismäßig günstig zu sein.

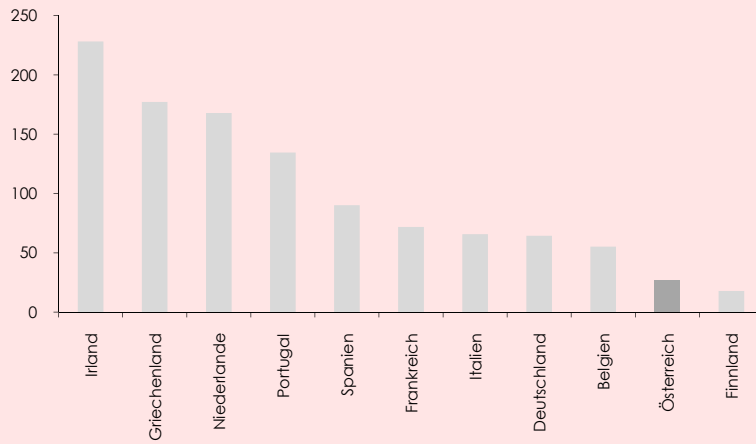
²) Dieser und zwei weitere Beiträge in diesem Schwerpunktheft beruhen in großen Teilen auf den Ergebnissen der Studie von Jud et al. (2013) im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft, Familie und Jugend sowie der austria wirtschaftsservice gesellschaft mbH.

³) Weil die Gruppe der "discouraged borrowers" nicht im Nenner (Unternehmen, die aktiv einen Kredit gesucht haben) enthalten ist, ist dieser Indikator kein Anteil und kann auch Werte über 100% annehmen.

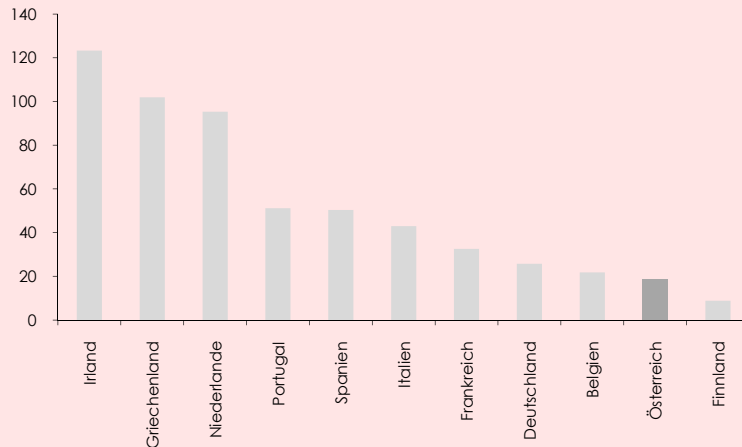
Abbildung 5: Finanzierungsbeschränkungen für kleine und mittlere Unternehmen

Durchschnitt der Erhebungen April 2011 bis März 2012, Anteile an allen kreditsuchenden Unternehmen in %

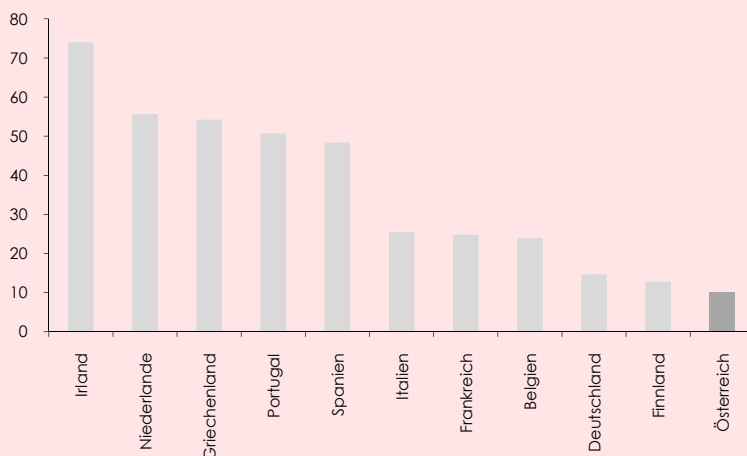
Mikro-Unternehmen (1 bis 9 Beschäftigte)



Kleine Unternehmen (10 bis 49 Beschäftigte)



Mittelgroße Unternehmen (50 bis 249 Beschäftigte)



Q: ECB (2013). Da discouraged borrowers im Zähler, nicht aber im Nenner enthalten sind, kann die Rate mehr als 100% betragen.

Werner Hölzl und Andreas Reinstaller analysieren in ihrem Beitrag (Hölzl – Reinstaller, 2013) die Ergebnisse einer speziell auf junge technologieorientierte Unternehmen gerichteten Befragung zur Risikofinanzierung. Für innovative Unternehmen bietet Eigen-

kapital wegen der größeren Risikotragung grundsätzlich Vorteile gegenüber der Finanzierung durch Fremdkapital (Loitlsberger, 1984), gleichzeitig bedeutet die Abgabe von Eigentumsrechten aber auch einen Verzicht auf künftige Gewinnanteile. Dieser Zielkonflikt wird auch in der ambivalenten Haltung vieler Unternehmen deutlich. Auf die Frage, welche Finanzierungsform sich zur Absicherung der nachhaltigen Entwicklung des Unternehmens am besten eignet, reihen sie externes Eigen- und Mezzaninkapital an erster Stelle, während Kredite als wenig bis gar nicht geeignet eingeschätzt werden. Auf die Frage, welche Finanzierungsform die Unternehmen tatsächlich angestrebt haben, rangieren hingegen (abgesehen von öffentlichen Förderungen sowie Kontokorrentkrediten) die Aufstockung von internem Eigenkapital durch Gründer und Gesellschafter sowie der Bankkredit ganz vorne. Auch Kredite von Freunden, Familie und anderen am Unternehmen beteiligten Personen werden sowohl dem Risiko- und Mezzaninkapital als auch der strategischen Beteiligung durch andere Unternehmen deutlich vorgezogen. Bei der Markteinführung neuer Produkte ist für die überwiegende Mehrzahl der Unternehmen die Innenfinanzierung über den Cash-Flow am wichtigsten.

Übersicht 1: Finanzierungserfolg in % der aktiv kredit-suchenden Unternehmen in Österreich

Durchschnitt der Erhebungen von November 2011 bis Mai 2013

	Unternehmensgrößenklassen			Insgesamt
	0 bis 49 Beschäftigte	50 bis 249 Beschäftigte	Über 250 Beschäftigte	
Höhe und Bedingungen wie erwartet	50,2	46,4	60,2	50,2
Höhe wie erwartet, aber schlechtere Bedingungen	16,8	26,0	24,2	20,3
Bedingungen wie erwartet, aber geringere Höhe	6,1	5,1	3,6	5,5
Geringere Höhe und schlechtere Bedingungen als erwartet	7,9	9,3	6,3	8,0
Bedingungen inakzeptabel	11,9	9,4	4,0	10,4
Ablehnung durch Bank(en)	7,1	3,7	1,5	5,5
Kein Antrag mangels realistischer Chance auf Kredit	10,6	7,9	0,4	8,6
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0
RKB	60,4	61,4	40,2	58,3

Q: WIFO-Konjunkturtest. RKB . . . zusammenfassende Rate der Kreditbeschränkungen gemessen als Verhältnis zwischen der Summe der Unternehmen, deren Kredit nicht oder nur mit Einschränkungen gewährt wurde, die wegen inakzeptabler Bedingungen den Kredit selbst abgelehnt haben bzw. die mangels realistischer Chancen keinen Kredit beantragt haben ("discouraged borrowers"), und der Zahl aller aktiv kredit-suchenden Unternehmen. Da discouraged borrowers im Zähler, nicht aber im Nenner enthalten sind, kann die Rate mehr als 100% betragen.

Die im Bild der "trockenen Täler" geschilderte Situation ist demnach nicht die Regel, sondern die Ausnahme. Zumindest in Österreich wachsen auch die innovativen Unternehmen relativ stetig und nur sehr selten in großen Sprüngen. Wenn dabei Finanzierungsbeschränkungen entstehen, haben sie nicht notwendigerweise den Verzicht auf die Markteinführung zur Folge, sondern zunächst Verzögerungen sowie eine wenige intensive Marktbearbeitung. Finanzierungsengpässe sind für viele Unternehmen nicht "letal", aber die "Unterfinanzierung" bremsst jedenfalls ihr Wachstum.

Den zumindest im internationalen Vergleich günstigen allgemeinen Finanzierungsbedingungen für kleine und mittlere Unternehmen steht eine sehr schwierige Realität der Risikofinanzierung in Österreich gegenüber (Marchart – Url, 2008). Jürgen Marchart stellt in seinem Beitrag (Marchart, 2013) anhand der jüngsten Daten aus den Erhebungen der Europäischen Dachorganisation für die Venture-Capital-Branche (EVCA) den österreichischen Risikokapitalmarkt in einen europäischen Vergleich. Die Risikokapitalinvestitionen in heimische Unternehmen erreichen demnach in Österreich mit 0,08% des BIP (im Jahr 2012) weniger als ein Drittel des Durchschnittswertes der europäischen Vergleichsländer von 0,26%. Unter 25 Vergleichsländern liegt Österreich damit nur an 19. Stelle. Diese Kennzahl berücksichtigt auch die Investitionen ausländischer Fonds (für Österreich vor allem aus Deutschland). Die

Summe der Investitionen von in Österreich ansässigen Fonds ist mit 0,04% des BIP nur halb so hoch und entspricht weniger als einem Siebentel des europäischen Durchschnittes.

Klaus Friesenbichler und Thomas Url untersuchen in ihrem Beitrag (*Friesenbichler – Url, 2013*) welche Standortfaktoren die Entwicklung der Risikokapitalmärkte besonders beeinflussen:

- Wertpapier- bzw. marktbasierende Finanzierungssysteme bieten ein für den Handel mit Unternehmensanteilen reiferes Umfeld als kredit- bzw. bankbasierte Systeme. Die größere Zahl "risikoeffahrener" Investoren erhöht nicht nur das Angebot an Venture Capital, sondern verbessert auch die Möglichkeit, die Unternehmensbeteiligungen nach einigen Jahren wieder zu veräußern.
- Leistungsfähige Innovationssysteme, die neben inkrementellen Verbesserungen auch radikale Neuerungen schaffen, ein entsprechend größerer Anteil von schnell wachsender Unternehmen und die Spezialisierung auf innovations- und ausbildungsintensive Branchen erhöhen wiederum die Nachfrage nach Risikokapital.

All diese Punkte gehören zu den Ursachen des geringen Ausmaßes der Risikokapitalbranche in Österreich, können es aber nicht vollständig erklären. Im panelökonomischen Modell (*Saillard – Url, 2011*), das entsprechend der Datenverfügbarkeit eine Vielzahl dieser Faktoren als erklärende Variable berücksichtigt, bleibt daher ein vom Modell nicht erklärter, österreichspezifischer negativer Effekt. Gemessen an den durchschnittlichen Niveaueffekten der anderen Länder wäre in Österreich etwa eine Verdoppelung des Risikokapitalmarktes möglich⁴).

Sowohl die angebots- als auch die nachfrageseitigen Strukturmerkmale können somit das geringe Ausmaß der Risikokapitalbranche nicht erklären. Die genannten Effekte dürften einander verstärken und Pfadabhängigkeiten bewirken, sodass die historische Entwicklung, insbesondere in Form fehlender Lerneffekte, eine Rolle spielt.

Abschließend erörtern Thomas Jud und Jürgen Marchart (*Jud – Marchart, 2013*) die neue Alternative Investment Fund Manager Directive der EU (AIFMD), die im Juli 2013 auch in Österreich als Gesetz umgesetzt wurde (Alternatives Investmentfonds Manager-Gesetz, AIFMG). Neben z. B. Immobilien- und Hedgefonds fallen auch Risiko- und Privatkapital (Venture Capital und Private Equity) unter die Alternativen Investment Fonds. Mit den neuen Bestimmungen werden diese Fonds EU-weit einheitlichen Zulassungsbedingungen, Meldepflichten und Transparenzerfordernissen unterworfen, um systemische Risiken für die Investoren und das Marktumfeld besser beobachten und kontrollieren zu können.

Die Erfüllung der neuen gesetzlichen Bestimmungen verursacht für die betroffenen Fonds zusätzliche Kosten, bietet aber auch Vorteile durch die einheitliche EU-weite Regelung. Vor allem in der Mittelaufbringung soll durch den europäischen Pass für Risikokapital ("Venture Capital Passport"), der anhand EU-weit gültiger Kriterien und einmaliger Prüfung durch die nationale Behörde ausgestellt wird, ein gemeinsamer europäischer Markt für Alternative Investment Fonds verwirklicht werden. Die Fonds mit internationaler Mittelaufbringung können dadurch z. B. Kosten der unterschiedlichen nationalen Anmelde- und Zertifizierungspflichten, Risikoausweis- oder Prospektspflichten sparen.

Die Vorteile aus der Vereinfachung der internationalen Mittelaufbringung werden vor allem für die großen Fonds die Mehrkosten aufgrund der Erfüllung der Zulassungsbedingungen aufwiegen. Für kleine Risikokapitalgeber, die in Österreich meist weniger als 50 Mio. € managen, wären umgekehrt die Kosten der neuen Regulierung eine erhebliche Belastung. Da kleine Risikokapitalgeber allgemein nicht als systemgefährdend eingestuft werden, sieht die neue Regulierung daher einen Unter-

Die Ursachen der geringen Größe des österreichischen Risikokapitalmarktes reichen vom traditionell bankbasierten Finanzierungssystem bis zu einem mehr auf stetige Entwicklung orientierten Innovations- und Wachstumsregime.

Der "Europäische Venture-Capital-Pass"

⁴) Diese "kontrafaktischen" Werte geben an, wie groß der Markt für Risikokapital in Österreich wäre, wenn alle im Modell enthaltenen Strukturmerkmale dem Durchschnitt der beobachteten Länder entsprächen.

schwellerbereich vor, der von der Regulierung ausgenommen ist. Sofern solche Fonds sich dem AIFMD nicht freiwillig unterwerfen, entgehen ihnen dadurch auch die Vorteile im Bereich des internationalen Fundraising. Mit bestimmten Auflagen bietet deshalb die European Venture Capital Regulation (EuVECA) für die Verwaltung von Risikokapitalfonds, die in den Unterschwellenbereich fallen und 70% des von Investoren bereitgestellten Kapitals für junge und innovative Unternehmen einsetzen, ein Sonderregime, das nach einmaliger Registrierung ebenfalls einen europäischen Pass für Risikokapital ermöglicht.

Zusammenfassende Schlussfolgerungen

Besteht Bedarf an zusätzlichem Risikokapital?

Die Problematik der "trockenen Täler" der Risiko- und Wachstumsfinanzierung lässt sich in drei vor allem für die Wirtschaftspolitik relevante Fragen zusammenfassen:

Österreich weist bei einem sehr schwach ausgeprägten Markt für Venture Capital ein hohes Entwicklungs- und Einkommensniveau auf. Wenn das allgemeine System der Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen durch die Banken gut funktioniert, könnte demnach der Bedarf an Risikokapital geringer sein. Zwei Gründe stehen dieser Einschätzung aber entgegen: Zum einen ist Risikokapital ein sehr spezifisches Segment der Unternehmensfinanzierung und macht Geschäftsfälle möglich, die von Banken in der Regel gar nicht bedient werden. Zwischen diesen beiden Finanzierungsformen bestehen – wenn überhaupt – nur sehr schwache Substitutionsbeziehungen. Zum anderen schneiden neben Österreich z. B. auch Deutschland oder Finnland in den internationalen Vergleichen zur Finanzierung von Kleinbetrieben gut ab. In beiden Ländern ist das Volumen der Risikokapitalfinanzierung um ein Vielfaches größer und entspricht etwa dem Durchschnitt der europäischen Vergleichsländer.

Das Fehlen eines dichten und leistungsstarken Risikokapitalmarktes in Österreich ist ein ernstes Strukturproblem. Für neue technologiebasierte Unternehmen besteht die Gefahr, in den besonders "trockenen Tälern" zu scheitern bzw. in Kenntnis der schwierigen Bedingungen ein unternehmerisches Vorhaben erst gar nicht zu wagen. Risikokapital ist zwar im Verhältnis zur allgemeinen Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen ein sehr kleines Segment, doch es ist eine wesentliche Antriebskraft im Strukturwandel hin zu Unternehmen, die auf ihrem Markt die technologische Führung erzielen und damit langfristig höhere Einkommen und Beschäftigung sichern können (Peneder, 2010, 2012, Reinstaller – Unterlass, 2012). Daher gehen hier in Österreich wichtige Wachstumspotentiale verloren.

Ist die Risikofinanzierung vor Ort trotz Kapitalmobilität erforderlich?

Tatsächlich profitieren österreichische Unternehmen stark von internationalem Kapital, insbesondere aus Deutschland (Marchart, 2013). Gleichzeitig unterstreicht aber das komplexe Funktionsmodell der Risikokapitalfinanzierung (Jud, 2013), wie wichtig für "aktive Investoren" die direkte Interaktion und Präsenz in der Nähe der Unternehmensstandorte ist. Internationale Investoren suchen darüber hinaus häufig Risikokapitalgeber vor Ort als syndizierte Partner. Eine leistungsfähige lokale Risikokapitalbranche wird dadurch vor allem im Frühphasensegment zur Voraussetzung für den Zustrom von Kapital aus dem Ausland (Mason, 2007). Diese Bedeutung der räumlichen Nähe wird auch von empirischen Untersuchungen bestätigt (z. B. Schertler – Tykvová, 2010, Bertoni – Colombo – Quas, 2012).

Generell wächst die Bedeutung der räumlichen Nähe mit der Komplexität der Informationsprobleme, d. h. sie ist umso größer, je kleiner die Unternehmen sind und je früher sie in ihrer Entwicklung stehen. Sie nimmt auch mit dem Innovationsgrad zu, wobei umgekehrt für den Einsatz sehr komplexer Technologien die Spezialisierungsvorteile großer internationaler Fonds überwiegen können. Gerade für die von den "trockenen Tälern" betroffenen jungen technologieorientierten Unternehmen bietet daher eine leistungsfähige Risikokapitalbranche vor Ort in Verbindung mit einem offenen und harmonisierten Markt für internationale Investoren (vgl. Jud – Marchart, 2013) die besten Voraussetzungen.

Zu einer Reihe von Strukturfaktoren liegen recht gute Informationen vor (vgl. *Friesenbichler – Url*, 2013). Auf der Angebotsseite dominiert traditionell die bankbasierte Kreditfinanzierung. Auf der Nachfrageseite zeigen viele innovative Unternehmen eine Präferenz für stetige Entwicklung ohne radikale Wachstumssprünge (*Hözl – Reinstaller*, 2013). Beide Seiten beeinflussen einander, d. h. ein auf stabilen Kreditbeziehungen beruhendes Finanzierungssystem verstärkt die Neigung zu inkrementellen Veränderungen anstelle radikaler Innovationen und umgekehrt. Das hat Pfadabhängigkeit und einen Mangel an Lerneffekten zur Folge.

Trotz dieser eher ungünstigen Struktur schneidet die allgemeine Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen in Österreich im internationalen Vergleich gut ab. Das traditionelle Innovations- und Wachstumsregime in Österreich hat Vorzüge, die mit für die gute gesamtwirtschaftliche Leistung bestimmend sind (z. B. *Peneder*, 2001, *Janger*, 2013). Ohne diese Faktoren zu schwächen, sollten zusätzliche wachstumstreibende Faktoren gestärkt werden. Ziel ist daher ein möglichst differenziertes, in seiner Vielfalt reifes Finanzierungssystem, in dem sich sowohl die auf stetiges als auch die auf radikales Wachstum ausgerichteten Unternehmen entwickeln können.

Die direkten Interventionsmöglichkeiten der Politik sind begrenzt (z. B. *Lerner*, 2009). Ein leistungsstarker Risikokapitalmarkt muss letztlich mit den eigenen Erfahrungen wachsen. Dafür braucht es Zeit, aber auch Erfolge, deren Beispiel neue Initiativen anregt und motiviert. Die Politik hat dennoch Verantwortung in zumindest dreierlei Hinsicht: Unumstritten ist die Verantwortung erstens für die Schaffung geeigneter Rahmenbedingungen (z. B. EuVECA, Vermeidung von Doppelbesteuerung) und zweitens für die aktive Stärkung und Ausgestaltung der Innovations- und Bildungssysteme (z. B. *Janger et al.*, 2010). Drittens kann die öffentliche Hand selbst Risikokapital bereitstellen und tut das in vielen Fällen auch. Allerdings können öffentliche Mittel privates Kapital verdrängen, sodass knappe öffentliche Ressourcen verschwendet werden und das Wachstum der privaten Anbieter behindert wird.

Umgekehrt konnte gerade mit dem Einsatz öffentlicher Mittel in der jüngsten Krise der Einbruch der privaten Risikokapitalfinanzierung durch die Banken gedämpft werden. Der Ersatz von fehlendem Privatkapital ist eine legitime Aufgabe der öffentlichen Hand. Speziell in der als "trockene Täler" bezeichneten kritischen Übergangsphase von der öffentlichen Forschungs- zur privaten Wachstumsfinanzierung liegt die Zusammenarbeit beider Seiten im Sinne einer Public-Private Partnership nahe. Öffentliche Mittel sollten daher entsprechend dem "Fund-of-Funds"-Prinzip bevorzugt in privat gemanagte Fonds investiert werden. Auf schwach besetzten Märkten, die zu "dünn" sind, um für genügend Wettbewerb unter den privaten Fonds zu sorgen, sollte zumindest die Syndizierung mit privaten Anbietern gesucht werden, um diese mit dem öffentlichen Engagement indirekt zu stärken.

Ursachen der geringen Größe der Risikokapitalbranche in Österreich

- Bertoni, F., Colombo, M. G., Quas, A., Patterns of Venture Capital Investments in Europe, SSRN, 2012, <http://ssrn.com/abstract=1920351>.
- European Central Bank (ECB), Survey on the Access to Finance of Small and Medium-Sized Enterprises in the Euro Area. October 2012 to March 2013, Frankfurt am Main, 2013.
- Falk, M., Hözl, W., Schwarz, G., Konjunkturklima trübt sich weiter ein, WIFO, Wien, 2013.
- Friesenbichler, K. S., Url, Th., "Standortfaktoren und Investitionspotential von Risikokapital in Österreich", WIFO-Monatsberichte, 2013, 86(8), S. 673-683, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46914>.
- Hözl, W., Janger, J., "Innovation Barriers across Firms and Countries", WIFO Working Papers, 2012, (426), <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/44114>.
- Hözl, W., Janger, J., "Does the Analysis of Innovation Barriers Perceived by High Growth Firms Provide Information on Innovation Policy Priorities?", *Technological Forecasting & Social Change*, 2013 (erscheint demnächst).
- Hözl, W., Reinstaller, A., "Finanzierungsbeschränkungen junger technologieorientierter Unternehmen. Ergebnisse einer Unternehmensbefragung", WIFO-Monatsberichte, 2013, 86(8), S. 649-662, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46912>.
- Janger, J., "Strukturwandel als Indikator für die Qualifikationsnachfrage der Wirtschaft", WIFO-Monatsberichte, 2013, 86(2), S. 135-147, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46406>.
- Janger, J., Böheim, M., Falk, M., Falk, R., Hözl, W., Kletzan-Slamanič, D., Peneder, M., Reinstaller, A., Unterlass, F., "Forschungs- und Innovationspolitik nach der Wirtschaftskrise", WIFO-Monatsberichte, 2010, 83(8), S. 675-689, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/40331>.
- Jud, Th., "Private Equity and Venture Capital und seine Entwicklung in Österreich", in Kofler, G., Polster-Grüll, B., *Private Equity und Venture Capital*, Linde Verlag, Wien, 2003, S. 25-47.

Literaturhinweise

- Jud, Th., "Funktionsmodell und Rahmenbedingungen der Risikokapitalfinanzierung", WIFO-Monatsberichte, 2013, 86(8), S. 663-672, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46913>.
- Jud, Th., Marchart, J., "Mögliche Konsequenzen der Umsetzung der EU-Richtlinie zum Management alternativer Investmentfonds für die österreichische Risikokapitalbranche", WIFO-Monatsberichte, 2013, 86(8), S. 699-706, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46916>.
- Jud, Th., Marchart, J., Friesenbichler, K. S., Peneder, M., Haslinger, St., Risikokapital in Österreich. Angebots- und nachfrageseitige Erklärungen der geringen Ausprägung und Empfehlungen zu ihrer Überwindung, Studie von Improveo, AVCO und WIFO, Wien, 2013, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46677>.
- Lerner, J., Boulevard of Broken Dreams. Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed – and What to Do About It, Princeton University Press, Princeton, 2009.
- Loiflsberger, E., "Innovationsfinanzierung und Finanzierungsinstrumentarium", Journal für Betriebswirtschaft, 1984, 34(2), S. 54-69.
- Marchart, J., "Der österreichische Risikokapitalmarkt im europäischen Vergleich", WIFO-Monatsberichte, 2013, 86(8), S. 685-697, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46915>.
- Marchart, J., Url, Th., "Geringe Mittelaufbringung für die Frühphasenfinanzierung. Ursachen und Maßnahmen", WIFO-Monatsberichte, 2008, 81(11), S. 841-853, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/34402>.
- Mason, C., "Venture Capital: a Geographical Perspective", in Landström, H. (Hrsg.), Handbook of Research on Venture Capital, Edward Elgar, Cheltenham, 2007, S. 86-112.
- Murphy, L. M., Edwards, P. L., Bridging the Valley of Death: Transitioning from Public to Private Sector Financing. National Renewable Energy Laboratory, Golden, CO, 2003.
- Peneder, M., "Eine Neubetrachtung des 'Österreich-Paradoxon'", WIFO-Monatsberichte, 2001, 74(12), S. 737-748, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/20964>.
- Peneder, M., "The Problem of Private Under-investment in Innovation: a Policy Mind-map", Technovation, 2008, 28, S. 518-530.
- Peneder, M., "The Impact of Venture Capital on Innovation Behaviour and Firm Growth", Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, 2010, 12(2), S. 83-107.
- Peneder, M., "Firm Growth, Schumpeterian Entrepreneurship and Venture Capital", in Cumming, D. J. (Hrsg.), Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance, Oxford University Press, 2012, S. 424-466.
- Reinstaller, A., Unterlass, F., "Innovation at the Firm Level across Countries with Different Economic and Technological Capacity", WIFO Working Papers, 2012, (436), <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/45201>.
- Saillard, A., Url, Th., "Venture Capital in Bank- and Market-based Economies", WIFO Working Papers, 2011, (389), <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/41250>.
- Scherfner, A., Dynamic Efficiency and Path Dependence in Venture Capital Markets, Springer, Berlin, 2003.
- Scherfner, A., Tykvová, T., "Venture Capital and Internationalisation", International Business Review, 2010, 20, S. 423-439.

On the "Valley of Death" of Venture Capital Finance – Summary

Many innovation projects are abandoned before the idea is developed into a marketable product. This failure is sometimes called the "valley of death" and is most pronounced for technology-based entrepreneurial ventures, since the disadvantage of being small and new weighs all the more in the case of financing innovation. Due to the complex nature of most innovation projects, screening and monitoring is very costly and requires expensive expert knowledge, while entrepreneurs may be particularly reluctant to disclose information out of concern of imitation. In response, special financial intermediaries and special financial instruments such as venture capital have been developed in order to deal with problems of asymmetric information and enable the financing of new technology firms. In Austria, the generally positive financing conditions for small and medium-sized enterprises contrast sharply with the poor performance of the venture capital market. Public intervention is needed, but requires careful design in order to avoid the crowding-out of private investors. Otherwise, policy would not only waste public resources, but also inhibit the development of a mature and self-supporting culture of private investors. Public instruments should complement the market-driven process, focusing on "public-private partnerships" to bridge the "valley of death" of venture capital finance.