

Thomas Jud (IMPROVEO)

Funktionsmodell und Rahmenbedingungen der Risikokapitalfinanzierung

Risikokapital hat eine Selektions-, Finanzierungs- und Mehrwertfunktion für die Entwicklung innovativer, wachstumsorientierter Unternehmen. Finanzierungsmittel werden von geeigneten Investoren eingeworben und in Risikokapitalfonds gepoolt. Nach einigen Jahren werden die Beteiligungen wieder veräußert und so in Erträge für die Investoren umgewandelt. Zahlreiche Einflussfaktoren sind bestimmend dafür, ob die Mittel tatsächlich in dieser Weise fließen können. Dazu zählen z. B. regulatorische Rahmenbedingungen, der Entwicklungsgrad des Risikokapitalmarktes, die Verfügbarkeit eines komplementären Fremdmittelangebots und eines entwickelten Exit-Marktes. Eine unzureichende Ausbildung dieser Faktoren behindert die Entwicklung eines leistungsfähigen Risikokapitalmarktes.

Der vorliegende Beitrag basiert auf einer Studie von IMPROVEO, AVCO, WIFO und KPMG im Auftrag von Bundesministerium für Wirtschaft, Familie und Jugend sowie austria wirtschaftsservice gesellschaft mbH: Thomas Jud (IMPROVEO), Jürgen Marchart (AVCO), Klaus S. Friesenbichler, Michael Peneder (WIFO), Stefan Haslinger (KPMG), Risikokapital in Österreich. Angebots- und nachfrageseitige Erklärungen der geringen Ausprägung und Empfehlungen zu ihrer Überwindung (April 2013, 252 Seiten, 70 €, kostenloser Download: <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46677>) • Begutachtung: Michael Peneder • E-Mail-Adresse: t.jud@improveo.at

Definition von Risikokapital

Der Begriff "Risikokapital" ist in der Literatur nicht eindeutig definiert. Manche sehen ihn deckungsgleich mit Venture Capital (vgl. *Europäische Kommission, 2012*), andere vertreten eine breitere Begriffsbestimmung (z. B. *Gompers – Lerner, 2000*).

Im vorliegenden Beitrag wird Risikokapital sehr umfassend verstanden als externes Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Mittel, die von Dritten mit einer klaren Ertragsorientierung auf beschränkte Zeit in Unternehmen investiert werden, welche entweder nicht an der Börse notieren oder mit Hilfe des Investments "delisted", d. h. von der Börse genommen werden sollen. Strategisch motivierte Mergers und Acquisitions, die Innenfinanzierung von Unternehmen mit Eigenkapital sowie die Eigenkapitalfinanzierung durch informelle Risikokapitalinvestoren (Business Angels) werden dabei nicht erfasst.

Risikokapitalgeber übernehmen eine Selektions-, eine Finanzierungs- und eine Mehrwertfunktion in der Entwicklung innovativer, wachstumsorientierter kleiner und mittlerer Unternehmen (*Jud, 2003, Peneder, 2012*):

- Anhand ihrer spezialisierten Erfahrungen und Fertigkeiten überprüfen sie Investitionskandidaten eingehend, bevor sie eine informierte Investitionsentscheidung als Miteigentümer und Mitunternehmer treffen (Selektionsfunktion).
- Investiert werden Eigenkapital und eigenkapitalähnliche Mittel, die sowohl an den positiven als auch an den negativen Risiken des Unternehmenserfolges partizipieren und vor allem mit ausgedehnten Informations- und Einflussmöglichkeiten ausgestattet sind, um Disziplin bei der Verfolgung der Unternehmensziele sicherzustellen. So können hohe Finanzierungsrisiken besser gemanagt werden (Finanzierungsfunktion).
- Um die Ertragsrate von Investitionsprojekten zu steigern, unterstützen Risikokapitalgeber die Portfoliounternehmen aktiv in ihrer wirtschaftlichen Entwicklung durch Beratungs-, Informations- und Vermittlungsdienste. Darüber hinaus hat ihr

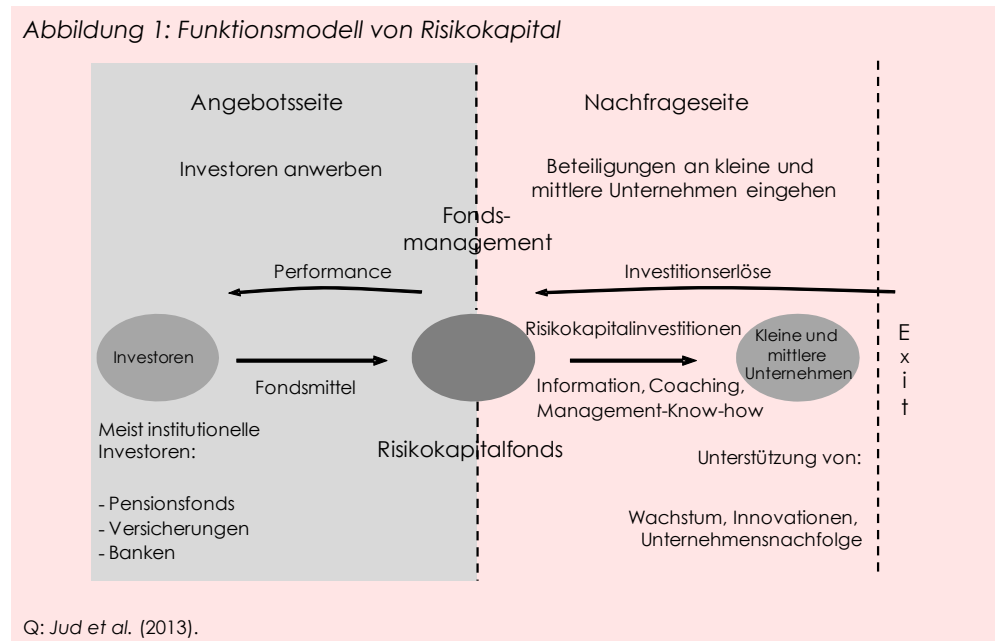
Die wesentlichen Aufgaben von Risikokapital

Engagement positive Signalwirkung für Kreditgeber, deren Finanzierungsrisiko durch die Zufuhr von Eigenkapital sinkt (Mehrwertfunktion).

Auf diese Weise eröffnen Risikokapitalgeber Möglichkeiten für Investitionen in innovative, wachstumsstarke Klein- und Mittelbetriebe, die sich mit traditionellen Finanzierungsinstrumenten wie Krediten nicht ausschöpfen lassen.

Das Funktionsmodell von Risikokapital

Damit Risikokapital investiert werden kann, müssen die erforderlichen Finanzierungsmittel von geeigneten Investoren eingeworben und in Risikokapitalfonds gepoolt werden. Nach einigen Jahren müssen die eingegangenen Beteiligungen erfolgreich veräußert und so in lukrative Erträge für die Investoren umgewandelt werden. Abbildung 1 fasst die wesentlichen Komponenten des Funktionsmodells auf der Angebots- und der Nachfrageseite zusammen.



Risikokapitalfonds und Fondsmanagement

Risikokapitalfonds stehen im Zentrum des Funktionsmodells und bilden den institutionellen und organisatorischen Rahmen für das Risikokapitalgeschäft. Über sie werden die Poolen, die Investition und die Rückführung der Finanzmittel organisiert. Im Grunde sind sie Rechnungskreise in unterschiedlichen Rechtsformen, welche die Investitionen sowie die an die Investoren zurückgeführten Erträge dokumentieren. Oft werden sie vom Fondsmanagement eingerichtet, das als eigene Managementgesellschaft organisiert ist. Sie sind durch bestimmte Investitionsstrategien gekennzeichnet und laufen üblicherweise zehn plus zwei Jahre. Während dieser Laufzeit sind die Fondsinvestments (teilweise) gebunden, ein vorzeitiger Ausstieg ist nur in seltenen Fällen und unter festgelegten Bedingungen möglich. Die Partnerschaft zwischen Investoren und dem Fondsmanagement und die Entscheidungsabläufe innerhalb der Fonds sind in umfassenden Vertragswerken (Limited Partnership Agreements – LPAs) genau geregelt.

Investoren

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

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

Aus diesem Grund richtet sich die Managementgesellschaft üblicherweise nicht an eine breite Öffentlichkeit, um Finanzierungsmittel einzuwerben, sondern an eine kleine Gruppe ausgewählter, meist institutioneller Investoren wie z. B. Banken, Versiche-

rungen, Pensionsfonds und spezialisierte Investoren wie Fund-of-Funds, die entsprechend hohe Tranchen an die Fonds kommittieren und von diesen regelmäßige Berichte erhalten (meist vierteljährlich).

Die Chancen der Risikokapitalfonds Mittel zu akquirieren sind u. a. durch die Fähigkeiten bestimmt, die Selektions-, Finanzierungs- und Mehrwertfunktion erfolgreich zu erfüllen. Erfolg oder Misserfolg sind dabei neben dem eigenen Know-how auch abhängig vom Umfeld, d. h. von

- der Nachfrage nach Risikokapital durch kleine und mittlere Unternehmen mit erfolgsversprechenden Innovations- und Wachstumsplänen,
- der Verfügbarkeit komplementärer Dienstleister (Anwälte, Steuerberater, Unternehmensberater usw.), die in Know-how-Netzwerke der Risikokapitalgeber integriert werden können,
- einem durch branchen- und technologiespezifisches Know-how und Nutzung von Spezialisierungseffekten ausdifferenzierten Angebot von Risikokapitalleistungen,
- dem Anreizsystem aus rahmensetzenden und diskretionären Maßnahmen öffentlicher und halböffentlicher Einrichtungen, um die Investitionstätigkeit der Unternehmen zu forcieren.

Nach einigen Jahren der Mitunternehmerschaft sind die erworbenen Anteile wieder zu veräußern. Erst durch diesen "Exit" aus der Beteiligung lukrieren Risikokapitalgeber die Erträge, die nun an die Investoren ausgeschüttet werden und damit bestimmend für die Performance der Beteiligungsfonds sind. Exits werden üblicherweise wie folgt durchgeführt:

- Im Rahmen von Trade Sales werden die Beteiligungsanteile an Industrieunternehmen (strategische Investoren) veräußert. Solche Anteile bilden für das Beteiligungsunternehmen einen interessanten strategischen Partner.
- Beteiligungsunternehmen werden oft auch im Rahmen von Sekundärtransaktionen (Secondary Deals) an andere Risikokapitalgeber verkauft, die sich auf spätere Entwicklungsphasen und größere Unternehmen spezialisiert haben.
- Bei einem IPO (Initial Public Offering) werden die Aktien des Beteiligungsunternehmens erstmals an einer Börse zum Kauf angeboten.
- Im Fall von Mezzaninfinanzierungen kann ein Exit auch als eine einfache Abschichtung des Investments nach einem vorab definierten Tilgungsplan erfolgen.

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

- geeignete Fondsstrukturen für Beteiligungsinvestitionen eingerichtet,
- adäquate Kapitalquellen erschlossen,
- Beteiligungen in einem hochentwickelten Umfeld (siehe dazu weiter oben) eingegangen
- und auf funktionsfähigen Kapitalmärkten wieder veräußert werden können.

Eine Reihe von Einflussfaktoren sind bestimmend dafür, ob und in welcher Qualität diese Voraussetzungen erfüllt sind und ein reibungsloser Ablauf entsprechend dem Funktionsmodell möglich oder durch Hemmnisse blockiert ist (Abbildung 2).

Die Investition von Eigenkapital und eigenkapitalähnlichen Mitteln in kleine und mittlere Unternehmen auf dem vorbörslichen Beteiligungsmarkt erfordert nicht nur den Aufbau eines geeigneten Stromes an Investitionsmöglichkeiten (Deal Flow), die detaillierte Prüfung ganz unterschiedlicher Investitionsprojekte und die Verhandlung und Ausgestaltung der Beteiligungsbedingungen, sondern auch ein engagiertes Beteiligungsmanagement, einen aktiven Beitrag zur Wertsteigerung der eigenen Beteiligungen und nicht zuletzt die Organisation und Umsetzung eines erfolgreichen Verkaufsprozesses. Diese vielschichtigen Anforderungen machen die folgenden beiden Punkte zu wesentlichen Einflussfaktoren im Funktionsmodell von Risikokapital:

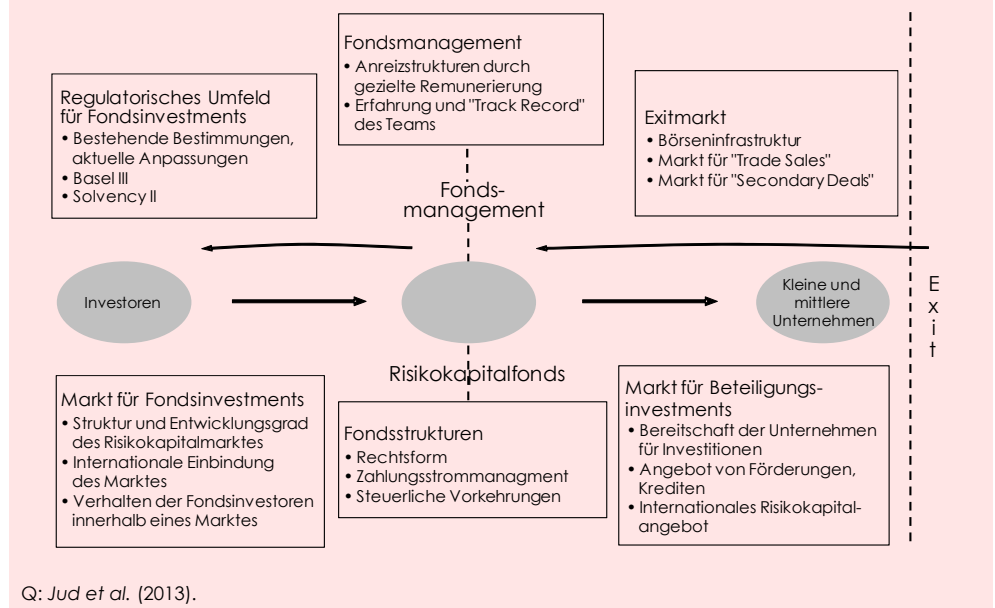
Risikokapital für kleine und mittlere Unternehmen

Exit

Wesentliche Einflussfaktoren

Fondsmanagement

Abbildung 2: Wesentliche Einflussfaktoren auf das Funktionsmodell von Risikokapital



Track Record des Fondsmanagementteams

Die Erfahrung und das Know-how eines Fonds- bzw. Investmentmanagers werden durch den Track Record (Zahl und Größe der gemanagten Fonds und der gemanagten Risikokapitalinvestitionen, erwirtschaftete Investmentperformance usw.) abgebildet. Das Managementteam als Ganzes benötigt Erfahrung in der Zusammenarbeit, um ein hochwertiges Ergebnis zu erzielen.

Der Track Record ist von überragender Bedeutung, wenn die Teams in periodischen Abständen (etwa alle 6 Jahre für Fonds mit einer Laufzeit von 10 Jahren) das Fundraising für einen neuen Fonds beginnen. 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. Nach seiner Investitionsentscheidung kann ein Investor nur mehr in Ausnahmesituationen in das Fondsmanagement eingreifen und allenfalls gewünschte Änderungen vornehmen (Blind Pool Investment).

Standard-Remunerierungsmodell für das Fondsmanagement

In Europa bildeten sich in den vergangenen 20 Jahren Standards für das Fondsmanagement heraus. Dazu zählen etwa die Remunerierung und die Anreizmechanismen in Form einer Management Fee, eines Carried Interest oder Carry und des Kapitalertrages aus einer Fondsbeteiligung.

Für den Aufbau und die Erhaltung der für das Risikokapitalgeschäft nötigen Infrastruktur und zur Finanzierung des laufenden Betriebes erhält das Team eine Management Fee. Diese Gebühr fällt wie die Aufwendungen und Anstrengungen des Fondsmanagements unabhängig vom wirtschaftlichen Erfolg des Fonds an. Sie bemisst sich während der Investitionsperiode üblicherweise in Prozent des an den Fonds kommittierten Kapitals, danach in Prozent des investierten Kapitals und beträgt meist rund 2,0% p. a.

Darüber hinaus hat das Management Anspruch auf einen Anteil an den Fondserlösen in Form des Carry. Berechnet wird dieser meist in Prozent der Fondserlöse nach Abzug des in den Fonds eingezahlten Kapitals, sodass er wie der Anteil der Fondsinvestoren von den tatsächlichen Fondsergebnissen abhängig ist. In fast 95% der Fälle beträgt der Carry-Satz 20% (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 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, sodass es sich in die Interessengemeinschaft der Investoren eingliedert.

Das Erwirtschaften und die Verteilung von Risikokapitalerträgen sind somit nicht unabhängig voneinander, sondern stehen in enger Wechselwirkung zueinander. Carry und Fondsbeteiligung sind wichtige Anreizinstrumente für das Management, möglichst gute Fondsergebnisse zu erzielen. Eine Abweichung von diesen Mechanismen kann Fehlanreize zur Folge haben, die sich negativ in den Fondsergebnissen niederschlagen, und würde Investoren von einer Beteiligung abhalten.

Ähnlich wie für das Fondsmanagement haben sich auch für Einrichtung und Organisation von Risikokapitalfonds stabile Standards etabliert:

Ein Risikokapitalfonds kann als Kapitalgesellschaft oder Personengesellschaft eingerichtet werden. Auf internationaler Ebene dominiert die Personengesellschaft in Form der Limited Partnership, die den in Österreich und Deutschland üblichen Kommanditgesellschaften nahekommt.

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

Personengesellschaften bieten flexiblere Gestaltungsmöglichkeiten, um auf die Bedürfnisse von Investoren und Fondsmanagement einzugehen, vor allem bezüglich des Zahlungsmanagements und der Umsetzung eines Capital-Call-Systems (siehe unten).

Risikokapitalfonds sind üblicherweise als Closed-End-Fonds konzipiert, d. h. ihre Laufzeit wird typischerweise mit 10 plus 2 Jahren festgelegt. Die Fondsmittel werden von den Investoren zunächst nur an den Fonds kommittiert, erst bei Bedarf oder anhand vordefinierter Zahlungspläne tatsächlich eingeschossen (Capital Calls) und unmittelbar nach dem Verkauf von Portfoliounternehmen wieder an die Investoren zurückgeführt.

Die Vorzüge der Closed-End-Fonds liegen in der flexiblen Handhabung von Zahlungsströmen zwischen Investoren und Fonds und der raschen Rückführung der Mittel unmittelbar nach einem Beteiligungsexit.

Die Forderung nach Steuereffizienz berührt zwei Themenblöcke:

- die Umsatzsteuerpflicht der Management Fee,
- die Steuertransparenz des Risikokapitalfonds und Vermeidung einer Betriebsstättenproblematik.

Da das Fondsmanagement in den meisten Fällen in einer vom Fonds getrennten Managementgesellschaft organisiert ist, kann die Management Fee, die innerhalb des Fonds einfach ein Verrechnungsposten wäre, umsatzsteuerpflichtig werden und so einen Mehraufwand für den Fonds erzeugen, der aufgrund der unechten Umsatzsteuerbefreiung¹⁾ keinen Vorsteuerabzug geltend machen kann. Das wiederum drückt die Fondspersormance für die Investoren und damit die Attraktivität und den Anreiz für eine Investition in Risikokapitalfonds.

Da der Fonds ein eigenes Rechtsobjekt ist, können abhängig von der gewählten Rechtsform Steuern auf Ebene des Fonds anfallen. Daraus kann sich für internationale Investoren eine Doppelbesteuerung ergeben bzw. hoher administrativer Aufwand, um eine solche Doppelbesteuerung zu vermeiden.

Wenn die Fondsveranlagung für den Investor eine Betriebsstätte vor Ort begründet, die eine entsprechende Steuerpflicht nach sich zieht, ergeben sich daraus erheblicher Mehraufwand und administrative Hürden.

Risikokapitalgeber werden daher bei der Wahl des Standortes sowie beim Design des Risikokapitalfonds auf eine steuereffiziente Lösung für die Management Fee achten und eine Doppelbesteuerung der Investoren sowie eine Betriebsstättenproblematik so weit wie möglich vermeiden. Jede Abweichung von diesen Standards er-

¹⁾ Die Leistungen sind nicht umsatzsteuerpflichtig, daher wird keine Umsatzsteuer abgeführt, zugleich entfällt aber auch die Vorsteuerabzugsberechtigung.

Fondsstrukturen

Risikokapitalfonds als Limited Partnerships

Closed-End-Fonds mit Capital-Call-System

Risikokapitalfonds möglichst steuereffizient strukturiert

Regulatorisches Umfeld

Basel III: Neue Regulierung für Banken

höht den Prüfungs- und Verhandlungsaufwand sowie die Investitionskosten für die Investoren und erschwert dadurch eine positive Investitionsentscheidung.

In Europa zählen Banken, Versicherungen, Pensionskassen und spezialisierte Fund-of-Funds zu den bedeutendsten Investoren in Risikokapitalfonds. Fund-of-Funds sind weitgehend frei in ihren Investitionsentscheidungen, in Zukunft aber von der neuen Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) betroffen, einer EU-weiten Regulierung der Manager von Alternative Investment Funds (*Jud – Marchart, 2013*). Das Investitionsverhalten von Banken und Versicherungen unterliegt umfassenden Regulierungen, die gegenwärtig überarbeitet, in EU-Richtlinien sowie Verordnungen und danach in nationales Recht übergeführt werden:

Auf Basis der Erfahrungen aus der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise wurde mit dem Reformpaket Basel III die Grundlage für eine neue Bankenregulierung vom Baseler Bankenausschuss erarbeitet und Ende 2010 verabschiedet (*FMA, 2012A*). Basel III setzt sowohl an der Eigenkapitalbasis als auch an den Liquiditätsvorschriften für Banken an. Beide Aspekte haben Bedeutung für das Engagement der Banken als Risikokapitalinvestoren. Die Banken müssen den Eigenkapitalanteil und den Liquiditätsbestand sowohl an die Risiken als auch an den Grad der Liquidität ihrer Assets anpassen. Investiert eine Bank in einen Risikokapitalfonds, dann 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 und daher sehr hohem Risikogewicht. Darüber hinaus sollen Banken in Zukunft verpflichtet sein, illiquide Assets aus langfristig stabilen Finanzierungsquellen bedecken zu können. Risikokapitalinvestitionen werden dadurch für Banken teurer und unattraktiver, auch wenn sich an der Veranlagungsperformance nichts ändert. Als Folge wird eine spürbare Verringerung des Engagements von Banken als Risikokapitalinvestoren erwartet.

Solvency II: Neue Aufsichtsregeln für Versicherungen

Solvency II ist das seit 1999 laufende Gesetzgebungsprojekt der EU zur Neufassung des Versicherungsaufsichtsrechtes (vgl. z. B. *FMA, 2012B*). Anders als Basel III stehen nicht die Einzelrisiken im Zentrum der Neuordnung, sondern vielmehr ein ganzheitliches System zur Gesamtsolvabilität. Neben quantitativen (ausreichende Verfügbarkeit von Solvenzkapital) werden auch qualitative Aspekte (adäquates Risikomanagementsystem im Unternehmen) betrachtet.

Risikoreiche und illiquide Assets wie Private-Equity-Investitionen werden auch hier durch Kapitalunterlegungspflichten unter Druck geraten, aufgrund des Konzeptes der Gesamtsolvabilität allerdings nicht im selben Ausmaß wie durch Basel III. Die hohen Anforderungen an adäquate Risikomanagementsysteme erhöhen aber die Anforderungen an Daten und Transparenz sowie den Betreuungsaufwand für Versicherungsinvestoren. Das wird gerade für kleinere Risikokapitalfonds den administrativen Aufwand beträchtlich vergrößern.

Aktuell können Basel III und Solvency II als die wichtigsten Themen im Bereich des regulatorischen Umfeldes für Risikokapitalinvestitionen gesehen werden²⁾. Zwar unterliegen z. B. auch Pensionskassen oder Stiftungen bestimmten Regulierungen; vor allem die Änderungen der rechtlichen Umfeldbedingungen durch Basel III und Solvency II werden aber unmittelbare Auswirkungen auf den Risikokapitalmarkt haben.

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 nicht nur nach seinen eigenen Leistungen bemessen, sondern auch nach dem Marktkontext, in dem er agiert und der erhebliche Auswirkungen auf den Erfolg des neuen Fondsprojektes haben wird. Die wesentlichen Einflussfaktoren im Zusammenhang mit dem Marktkontext sind (vgl. dazu *Grabenwarter – Weidig, 2005*):

²⁾ Abgesehen von der AIFMD, der Regulierung für das Risikokapitalgeschäft selbst (*Jud – Marchart, 2013*).

Aus Sicht eines Fondsinvestors ist entscheidend, dass die Mittel, die er auf einem bestimmten Risikokapitalmarkt investiert hat, rasch umgeschlagen und mit vergleichsweise hohen Erträgen an ihn zurückgeführt werden können. Die einmal eingeworbenen Mittel müssen somit zügig in Unternehmen mit hohen Ertragsaussichten investiert und nach einer Entwicklungszeit von 3 bis 5 Jahren für die Portfoliounternehmen erfolgreich veräußert werden. Ein Risikokapitalmarkt muss dafür 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 eine ausreichend große Gruppe von Risikokapitalgebern mit Fonds unterschiedlicher Größe und Spezialisierung, die sowohl als Käufer von Portfoliounternehmen (Secondary Deals) als auch als Syndizierungspartner in besonders riskanten und/oder Know-how-intensiven Transaktionen auftreten können. Wenn diese Voraussetzungen erfüllt sind, gilt ein Risikokapitalmarkt als entwickelt, und Investoren werden sich für Investments in Risikokapitalfonds interessieren.

Je mehr internationale Investoren in die Risikokapitalfonds eines bestimmten Marktes investiert sind, desto besser sind auf internationaler Ebene³⁾ Funktionsweise, Marktspieler und Entwicklungsgrad bekannt; die Ertragschancen sind dann gut abzuschätzen. Für einen Markt mit geringer internationaler Einbindung müssen all diese Aspekte erst erarbeitet werden. Das erhöht die Investitionsunsicherheit und macht gerade in Phasen schwacher Konjunktur Investitionen unattraktiv.

Professionelle Risikokapitalfondsanleger verfügen über nachhaltige Investitionsprogramme, die sehr oft durch eine Pairing-Strategie gekennzeichnet sind: Der Fondsinvestor investiert in ein erstes selektiertes Portfolio von Risikokapitalfonds, in dem 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. Das Pairing mit den Erfolgreichen wird Runde für Runde fortgesetzt. Langfristig entsteht so ein ertragreiches Fondsportfolio.

Dem Verhalten von Fondsinvestoren kommt deshalb auf dem Risikokapitalmarkt erhebliche Bedeutung zu. 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 Investoren.

Ein Risikokapitalmarkt ist charakterisiert durch die Zahl, die Qualität (Early Stage, Later Stage usw.) sowie das Volumen an Risikokapital, das in einer bestimmten Zeit investiert wird. 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 von Risikokapital durch internationale Investoren.

Das Interesse von Unternehmen an Risikokapitalinvestitionen wird stark geprägt durch die individuellen wirtschaftlichen Zielsetzungen (Wachstum, Innovation) und die Zugehörigkeit zu Wachstumsbranchen. Ausschlaggebend sind aber auch die Unternehmenskultur (z. B. die Bereitschaft von Familienunternehmen, Anteile abzugeben) und das Angebot an Substituten und Komplementen für Risikokapitalinvestitionen.

Zwar erfüllt Risikokapital eine eigenständige Funktion und kann für bestimmte unternehmerische Aufgabenstellungen wie z. B. für "riskante" Innovations- und Wachstumsprojekte oder einen Unternehmenskauf nicht durch Kredite substituiert werden. Sind Kreditanbieter auf einem bestimmten Risikokapitalmarkt risikobereiter, weil sie z. B. als Hausbank guten Zugang zu Informationen über ihre Kreditnehmer haben, und sind Unternehmen bereit auf riskante Wachstums- und Innovationsprojekte zu-

Struktur und Entwicklungsgrad des Risikokapitalmarktes

Internationale Einbindung des Risikokapitalmarktes

Verhalten der Fondsinvestoren auf einem Risikokapitalmarkt

Markt für Risikokapitalinvestitionen in Unternehmen

Interesse und Bereitschaft der Unternehmen zu Risikokapitalinvestitionen

³⁾ Damit sind auch jene internationalen Investoren gemeint, die nicht in diesen bestimmten Markt investiert haben. In den oft eng verflochtenen Netzwerken werden Informationen rasch und effektiv weitergegeben.

mindest teilweise zu verzichten, um keine Unternehmensanteile abgeben zu müssen, dann ist durchaus eine teilweise Substitution möglich.

Förderungen wirken ähnlich wie günstige Kredite, weisen darüber hinaus aber eine höhere Risikobereitschaft auf. Zuschussförderungen können daher auch substitutiv gegenüber Risikokapital wirken. Verlorene Zuschüsse sind zwar projektgebunden, haben aber Eigenkapitalqualität. Sollten bei der Mittelvergabe Mitnahmeeffekte auftreten, fällt praktisch die Projektbindung weg, und die Fördermittel werden zur Unternehmensfinanzierung mit Eigenkapital. Perfekte Substitute für Risikokapital sind solche Förderungen aber dennoch nicht. Sie werden ohne die Unterstützung, die Bereitschaft zu Folgefinanzierungen und den Performancedruck eines Risikokapitalinvestors vergeben und sind darüber hinaus meist im Volumen viel geringer als typische Risikokapitalinvestitionen.

Abhängig von ihrem Design können Zuschuss- sowie Kreditförderungen auch komplementäre Wirkungen entfalten. Risikokapital ist immerhin eine Form der Unternehmensfinanzierung, während Förderungen meist auf einzelne Projekte abzielen. Mit Hilfe von Fördermitteln kann die Umsetzung attraktiver Innovations- oder Internationalisierungsvorhaben erleichtert werden, die einen spürbaren Beitrag zur Unternehmensentwicklung liefern, von dem letztlich auch investierte Risikokapitalgeber profitieren.

Risikokapital kann durch Fonds investiert werden, die auf einem bestimmten Risikokapitalmarkt tätig sind, oder aber durch internationale Fonds, die den Schwerpunkt ihres Interesses auf andere Märkte legen und nur fallweise bei interessanten Projekten oder bei einem Überhang der Nachfrage über das Angebot vor Ort aktiv werden.

Diese Substitution von nationalem durch internationales Risikokapital kann eine gut entwickelte, vor Ort ansässige Risikokapitalbranche aber nicht ersetzen.

Risikokapitalinvestitionen sind über die Beteiligungslaufzeit immer durch eine enge Beziehung zwischen Investor und Portfoliounternehmen geprägt, die eine gute Informationsbasis, enge Führungskontakte und eine gewisse räumliche Nähe voraussetzt. Internationale Fonds investieren 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. Ist diese räumliche Zuordnung für Portfoliounternehmen in den frühen Entwicklungsphasen noch von großer Bedeutung, so nimmt sie mit steigender Größe und Reife der Unternehmen deutlich ab.

Die Infrastruktur, die eine Börse bietet, ist ausschlaggebend für den Erfolg des Börsenganges sowohl für das Unternehmen und sein Management als auch für den Risikokapitalgeber, der das Unternehmen an die Börse bringt. Für eine Börsennotierung sind eine ganze Reihe von Voraussetzungen zu erfüllen. So muss das Unternehmen 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 erheblich schwankt.

Viele Risikokapitalgeber nutzen trotz einer gut funktionierenden Börse lieber die Möglichkeit zu einem Trade Sale oder Secondary Deal, weil der Verkaufsprozess, die Kosten des Verkaufes und auch die möglichen Verkaufserträge gerade für kleinere Unternehmen besser einzuschätzen sind und sehr attraktiv ausfallen können. Dennoch erleichtert eine Mindestgröße der Portfoliounternehmen (Jahresumsatz etwa 15 bis 20 Mio. €) einen Verkauf an ein Industrieunternehmen spürbar. Kleinere Portfoliounternehmen sind nur sehr schwer zu veräußern, weil sie häufig nicht über die für die Integration in bestehende Strukturen des Industriepartners erforderlichen Organisationsformen verfügen und Industrieunternehmen üblicherweise kein Know-how in der Entwicklung kleiner Unternehmen haben.

Das Hauptinteresse der Risikokapitalgeber, liegt hingegen in der Weiterentwicklung von Unternehmen, um sie nach einer mehrjährigen Aufbauphase mit Gewinn zu veräußern. Durch Secondary Deals werden Vorteile aus der Spezialisierung von Risikokapitalgebern auf bestimmte Entwicklungsphasen von Unternehmen genutzt, indem Unternehmen in einer frühen Phasen zugekauft, weiterentwickelt und wieder

Angebot von Risikokapital durch internationale Investoren

Exit-Markt

Initial Public Offering

Trade Sale an ein Industrieunternehmen

Secondary Deal mit einem anderen Risikokapitalgeber

veräußert werden, bis sie eine geeignete Größe für Trade Sales oder IPO erreicht haben.

Um solche Spezialisierungsvorteile nutzen zu können, ist allerdings eine diversifizierte und hochentwickelte Risikokapitalbranche erforderlich. Fehlt die nötige Marktstruktur, dann fehlen auch die Exit-Kanäle gerade in frühen Phasen der Unternehmensentwicklung, und das Kapital wird in die Finanzierung der weniger risikoreichen späteren Entwicklungsphasen der Unternehmen abwandern.

Mit ihrer Selektions-, Finanzierungs- und Mehrwertfunktion übernehmen Risikokapitalgeber eine wichtige Aufgabe in der Entwicklung innovativer, wachstumsorientierter kleiner und mittlerer Unternehmen. Sie eröffnen Investitionsmöglichkeiten, die durch traditionelle Finanzierungsinstrumente wie unterschiedliche Formen von Krediten nicht ausgeschöpft werden können.

Damit Risikokapital diese Aufgaben erfüllen kann, müssen die notwendigen Finanzierungsmittel von professionellen Investoren eingeworben und in Risikokapitalfonds gepoolt werden, bevor sie in Beteiligungsprojekte investiert und nach 3 bis 5 Jahren erfolgreich veräußert werden können, um so eine lukrative Veranlagungsperformance für die ursprünglichen Investoren zu erzielen.

Zahlreiche Faktoren haben Einfluss darauf, ob die Mittel in der skizzierten Weise fließen können. Dazu zählen die Qualität und das Anreizsystem für das Fondsmanagement ebenso wie die Verfügbarkeit geeigneter rechtlicher, steuerlicher und regulatorischer Rahmenbedingungen, ein angemessener Entwicklungsgrad und eine gute internationale Einbindung des Risikokapitalmarktes, ein komplementäres Angebot an Fremdmittelfinanzierungen und Förderungen sowie das Bestehen eines entwickelten und dynamischen Exit-Marktes. Eine unzureichende Ausbildung dieser Faktoren behindert die Entwicklung eines leistungsfähigen Risikokapitalmarktes.

Europäische Kommission, Binnenmarktakte. Zwölf Hebel zur Förderung von Wachstum und Vertrauen – "Gemeinsam für neues Wachstum", Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, KOM(2011) 206 endgültig, Brüssel, 2012, http://ec.europa.eu/internal_market/smact/docs/20110413-communication_de.pdf.

FMA – Österreichische Finanzmarktaufsicht (2012A), Basel III, Wien, 2012, <http://www.fma.gv.at/de/sonderthemen/basel-iii.html>.

FMA – Österreichische Finanzmarktaufsicht (2012B), Solvency II, Wien, 2012, <http://www.fma.gv.at/de/sonderthemen/solvency-ii/grundlagen-solvency-ii.html>.

Gompers, P., Lerner, J., *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press, Cambridge, MA, 2000.

Grabenwarter, U., Weidig, T., *Exposed to the J-curve – Understanding and Managing Private Equity Fund Investments*, Euromoney Books, London, 2005.

Functional Model and Framework Conditions of Risk Capital Financing – Summary

By their selection, financing and generation of value added function, suppliers of risk capital assume an important task in the development of innovative and growth-oriented small and medium-sized enterprises (SMEs). They offer investment opportunities that may otherwise not be exploited by traditional financing instruments like the different forms of credit.

For risk capital to actually perform its role, the necessary financial resources first have to be raised from professional investors and be pooled in risk capital funds, before being invested in financial stakeholdings and after three to five years sold at an attractive return for the original investor.

Many influence factors play a role for whether the financial funds will actually flow as smoothly as outlined. Among these are the quality and the incentive structure for the management of funds, as well as the existence of the appropriate legal, fiscal and regulatory framework, an adequate level of development and international integration of the risk capital market, the complementary supply of credit facilities and subsidies, as well as the existence of a well-developed and dynamic exit market. If these conditions are inadequately established, it will inhibit the development of a highly-performing risk capital market.

Resümee

Literaturhinweise

- Jud, Th., "Private Equity und Venture Capital und seine Entwicklung in Österreich", in Kofler, G., Polster-Grüll, B., Private Equity und Venture Capital, Linde Verlag, Wien, 2003, S. 25-47.
- 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, S., Risikokapital in Österreich: Angebots- und nachfrageseitige Erklärungen der geringen Ausprägung und Empfehlungen zu ihrer Überwindung, IMPROVEO, WIFO und AVCO, Wien, 2013, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46677>.
- Peneder, M., "Firm Growth, Schumpeterian Entrepreneurship and Venture Capital", in Cumming, D. J. (Hrsg.), Oxford Handbook of Venture Capital, Oxford University Press, 2012, S. 424-466.
- SCM – Strategic Capital Management AG, 2009 – Annual Review of Private Equity Terms and Conditions, Zürich, 2010.