

**WIFO**

A-1103 WIEN, POSTFACH 91  
TEL. 798 26 01 • FAX 798 93 86



# ÖSTERREICHISCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

## **Hemmnisse für die Finanzierung von Frühphasen- oder Venture- Capital-Fonds in Österreich**

**Jürgen Marchart, Thomas Url**

Wissenschaftliche Assistenz: Ursula Glauninger

**Juni 2008**

# Hemmnisse für die Finanzierung von Frühphasen- oder Venture- Capital-Fonds in Österreich

**Jürgen Marchart, Thomas Url**

Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO) und  
Austrian Private Equity & Venture Capital Organisation (AVCO)  
im Auftrag der austria wirtschaftsservice gesellschaft mbH und  
des Bundesministeriums für Wirtschaft und Arbeit

Begutachtung: Michael Peneder

Wissenschaftliche Assistenz: Ursula Glauninger

Juni 2008

## Kurzzusammenfassung

Die Auswertung einer Umfrage unter institutionellen Investoren ergibt, dass dieser Investorenkreis derzeit kaum Frühphasenfinanzierungen bzw. Venture Capital als Anlageform verwendet. Selbst unter den mit Private Equity vertrauten Investoren denkt nur ein kleiner Anteil an eine Ausweitung von Frühphasenfinanzierungen. Kein einziger der bisher nicht in Venture Capital investierten Geldgeber plant den Einstieg in diese Veranlagungsform. Dieses deutlich negative Ergebnis der Umfrage unter institutionellen Investoren macht die Analyse der Ursachen für die Ablehnung von Frühphasenfinanzierungen umso wichtiger: Fehlende Informationen über die erwarteten Erträge und deren Schwankungsintensität und mangelnde Transparenz sind neben institutionellen Gründen – wie etwa gesetzliche Investitionsvorgaben bzw. gesellschafts- und steuerrechtliche Rahmenbedingungen – für die geringe Investitionsneigung ausschlaggebend.

Aus den in dieser Arbeit identifizierten Hemmnissen für eine weitere Verbreitung von Venture Capital Investitionen in Österreich lassen sich die folgenden Empfehlungen für wirtschaftspolitische Entscheidungsträger und Venture Capital Fondsanbieter ableiten:

- Rasche Umsetzung gesetzlicher Rahmenbedingungen für Private Equity Fonds auf Grundlage international bewährter Vorbilder (eigenständiges Private Equity Gesetz).
- Lockerung der Veranlagungsvorschriften für Lebensversicherungen im Hinblick auf kurzfristige Veräußerungsmöglichkeiten von Venture Capital Beteiligungen.
- Die Trennung von Anwartschafts- und Leistungsberechtigten in unterschiedliche Veranlagungs- und Risikogemeinschaften würde es Pensionskassen ermöglichen, in Venture Capital zu investieren.
- Ausweitung der Diversifizierungsmöglichkeiten für institutionelle Investoren durch die Bildung von VC Dachfonds.
- Wiederaufnahme der Garantien für Venture Capital Investitionen durch die Austria Wirtschaftsservice, zumindest bis zur Vorlage ausreichender historischer Daten über den Veranlagungserfolg und das Risiko von Venture Capital Fonds.
- Übernahme bereits definierter Standards (z. B. AVCO Investor Relations Richtlinien, Reportingstandards der Austria Wirtschaftsservice) durch die Fonds und stärkere Kommunikation dieses Regelwerkes an institutionelle Investoren. Eine Übernahme der Richtlinien in das Private Equity Gesetz würde die Verbreitung beschleunigen.
- Entwicklung eines Modells zur Berechnung historischer aggregierter Renditen auf Venture Capital Investitionen in Österreich und Bereitstellung der Ergebnisse für institutionelle Investoren.

# INHALTSVERZEICHNIS

<b>Kurzzusammenfassung</b>	<b>1</b>
<b>1. Einleitung</b>	<b>1</b>
<b>2. Private Equity und Venture Capital Fonds</b>	<b>5</b>
2.1 <i>Risikomanagement</i>	6
2.2 <i>Ausgleich von Informationsasymmetrien (Corporate Governance)</i>	6
<b>3. Kriterien für die Gestaltung der Umfrage unter institutionellen Investoren in Österreich</b>	<b>9</b>
3.1 <i>Fragebogen</i>	11
<b>4. Private Equity und Venture Capital in Österreich</b>	<b>15</b>
<b>5. Ergebnisse der Befragung</b>	<b>23</b>
5.1 <i>Von institutionellen Investoren genutzte Veranlagungsinstrumente</i>	26
5.2 <i>Gestaltungsspielraum und Ziele der Veranlagung durch institutionelle Investoren</i>	30
5.3 <i>Ursachen für die Ablehnung von Frühphasenfinanzierungen bei institutionellen Investoren ohne Alternative Investments</i>	38
5.4 <i>Der Informationsstand über PE/VC von institutionellen Investoren</i>	42
5.5 <i>Die Bedeutung möglicher Maßnahmen zur Stärkung der VC-Investitionen durch institutionelle Investoren</i>	42
<b>6. Schlussfolgerungen</b>	<b>53</b>
<b>7. Literaturhinweise</b>	<b>57</b>

## 1. Einleitung

In den theoretischen Gleichgewichtsmodellen spielt die Unternehmensfinanzierung keine Rolle solange die Märkte vollständig sind, auf allen Märkten vollkommener Wettbewerb existiert, durch die Unternehmensbesteuerung keine Verzerrung entsteht, keine Transaktionskosten auftreten und zwischen den Anlegern und den Unternehmern das Informationsniveau gleich hoch ist. Diese Annahmen sind in der Praxis nicht gegeben, weil neben dem Marktversagen durch Unvollständigkeit der Märkte oftmals kein vollständiger Wettbewerb zustande kommt.

Auf theoretischer Ebene interessanter und im Zentrum der Untersuchungen sind jedoch die Auswirkungen der ungleichen Informationslage zwischen Kapitalgebern und Unternehmensleitung. Während die Unternehmensleitung über alle unternehmensrelevanten internen Informationen verfügt, sind die Investoren auf veröffentlichte Informationen und allgemeine Marktdaten angewiesen. Zusätzlich können sie nicht immer den Wahrheitsgehalt der veröffentlichten Information über ein Unternehmen direkt überprüfen.

In dieser Situation mit asymmetrischer Information verfügt die Unternehmensleitung relativ zu den Investoren über genauere Kenntnis der Unternehmenstechnologie und der Marktumgebung, der Ertragschancen und Risiken vorhandener Investitionsprojekte bzw. des individuellen Einsatzes mit dem das Management die Unternehmensziele verfolgt. Die Unternehmensleitung kann diesen Informationsvorsprung dazu nutzen, die zur Verfügung gestellten Mittel unzulänglich einzusetzen und damit den erwarteten Ertrag für den Investor zu vermindern. Für die Finanzierungsstruktur eines Unternehmens lassen sich daraus einige Schlussfolgerungen ziehen (Tirole, 2006 S. 129ff.):

- Unternehmen mit geringeren negativen Folgewirkungen aus der asymmetrischen Informationslage auf den erwarteten Unternehmensertrag werden sich eher über Fremdkapital finanzieren, d. h. umgekehrt: Unternehmen in denen das Betriebsergebnis stark vom persönlichen Einsatz der Unternehmensleitung abhängt, erhalten geringere Kreditrahmen.
- Die Veranlagung von Outsidern in Unternehmen sollte gemischt in Form festverzinslicher Kredite und einem Eigenkapitalanteil erfolgen, weil damit die Anreize für die Unternehmensleitung, sich für den Unternehmenserfolg einzusetzen, maximiert werden.
- Unternehmen mit einem geringen Bestand an belehnbarem Anlagevermögen werden einen geringeren Fremdfinanzierungsgrad aufweisen.

Aus dieser groben Darstellung ist ersichtlich, dass vor allem junge Unternehmen, deren Unternehmenswert weitgehend durch die Unternehmensidee, deren Marktpotential und den Einsatz des Unternehmensleiters bestimmt werden, und denen nur wenige leicht verwertbare Sachwerte zur Bezahlung zur Verfügung stehen, rasch die Grenzen für die Aufnahme von Fremdkapital erreichen. Besonders bindend werden diese Grenzen, wenn nach der

Unternehmensgründung eine Phase der Produktentwicklung folgt, in der noch kein regelmäßiger Einnahmenstrom erwartet werden kann aber dennoch Kosten auflaufen können. In diesen Fällen muss sich das Unternehmen durch Eigenkapital von Outsidern finanzieren. Da die Kosten der asymmetrischen Information in diesen Fällen besonders hoch sind, kann diese Finanzierung nicht durch die Emission von Aktien erfolgen. Herkömmliche Aktionäre würden ja dieselbe Informationslücke gegenüber der Geschäftsleitung aufweisen wie ein Kreditgeber. Daher muss eine Beteiligungsform am Unternehmen gewählt werden, die einer Eigenkapitalbeteiligung entspricht und gleichzeitig die Informationslücke zwischen Unternehmensleitung und Anleger verringert.

Diese Finanzierungsart wird durch spezielle Finanzintermediäre erreicht, die im öffentlichen Sprachgebrauch als Wagniskapital, Frühphasenfinanzierungen oder Venture Capital Fonds bekannt sind. Diese Fonds sammeln Investitionsmittel vorwiegend von institutionellen Investoren und veranlagen diese Mittel in Unternehmensbeteiligungen. Der Unterschied zu einer herkömmlichen Bankenfinanzierung besteht in der direkten Unternehmensbeteiligung (Eigenkapital) und dem intensiven Informationsaustausch zwischen Fondsmanagern und Unternehmensleitung. Wagniskapital-Fonds müssen sich ihrerseits wieder refinanzieren und sind dabei auf private Haushalte und Finanzintermediäre als potentielle Geldgeber angewiesen. In Österreich tragen private Haushalte nur in geringem Maß zur Mittelaufbringung bei, und deren Anteil ist im Zeitablauf rückgängig (2006: 1%). Wiederum besteht zwischen den eigentlichen Geldgebern und den VC-Fonds eine asymmetrische Informationslage, die es zu überwinden gilt.

Die Investitionen in Wagniskapital durch österreichische Fonds waren in den letzten Jahren vergleichsweise niedrig und fielen im Jahr 2006 auf etwa ein Zehntel des Höchststandes von 60 Mio. € im Jahr 2000. Aus wirtschaftspolitischer Sicht ist diese Tendenz der Frühphasenfinanzierung bedenklich, weil Wagniskapital eine entscheidende Rolle zur Finanzierung von Unternehmenswachstum, zur Umsetzung von Innovations- und Internationalisierungsprojekten sowie zur Lösung von Nachfolgeproblemen und der Erleichterung des wirtschaftlichen Strukturwandels von Klein- und Mittelbetrieben zukommt. Empirische Untersuchungen von Engel (2003), Engel et al. (2002), Kortum – Lerner (2000), Tykvova (2000), Gloden et al. (2004) und Peneder – Schwarz (2007) bestätigen diesen positiven Zusammenhang.

Die Ursachen für diese Entwicklung können sowohl auf der Angebotsseite als auch auf der Nachfrageseite liegen. Die Angebotsseite an Frühphasenfinanzierung wird durch die Anreize der Investoren zur Investition in VC-Fonds bestimmt, während die Nachfrageseite durch die Anreize der Unternehmensgründer zur Beanspruchung von Outsidern für eine Eigenkapitalfinanzierung des Unternehmens beeinflusst wird. Diese Studie wird die Nachfrageseite vollständig vernachlässigen und sich auf mögliche Hemmnisse auf der Angebotsseite konzentrieren. Die Fragestellung wird auf das vorgelagerte Problem der Mittelaufbringung von Wagniskapital-Fonds beschränkt. Die potentiellen Investoren in

Wagniskapital-Fonds beschränken sich in Österreich stärker als im vergleichbaren Ausland auf institutionelle Investoren, d. h. Finanzintermediäre. In Österreich dominieren wiederum die Kreditinstitute diesen Investorenkreis, obwohl diese eigentlich als Fremdkapitalgeber im Fall von Frühphasenfinanzierungen nicht aktiv sind.

Potentielle Hemmnisse auf der Angebotsseite sind teilweise aus der theoretischen Literatur über VC-Finanzierungen aber auch aus empirischen Untersuchungen für den US-Markt bekannt. Ihre Bedeutung für den österreichischen Markt kann aber nur durch eine empirische Untersuchung in Form einer Befragung institutioneller Investoren mit besonderer Ausrichtung auf Frühphasenveranlagungen aufgedeckt werden. Aus diesem Grund bildet eine Umfrage unter österreichischen institutionellen Investoren die Grundlage für die vorliegende Untersuchung. Die Auswertung der Umfrageergebnisse soll Defizite auf der Angebotsseite von Wagniskapital in Österreich aufdecken und bildet damit eine Grundlage für Vorschläge und Maßnahmen zur Verbesserung der Frühphasenfinanzierung in Österreich.

Der folgende Abschnitt beschreibt die besonderen Eigenschaften von Private Equity und Venture Capital Fonds als Investoren und daraus abgeleitet die kritischen Fragestellungen für eine Umfrage unter österreichischen Finanzintermediären. Danach folgt eine aktuelle Beschreibung des Gesamtmarktes für Wagniskapital in Österreich, und anschließend werden die Ergebnisse einer Umfrage unter institutionellen Investoren präsentiert. Vorschläge über Verbesserungsmöglichkeiten der Mittelaufbringung von Wagniskapital-Fonds sind in den Schlussfolgerungen zusammengefasst.





## 2. Private Equity und Venture Capital Fonds

Die international gebräuchliche Definition von Wagniskapital unterscheidet zwischen Private Equity und Venture Capital. Als Private Equity (PE) bezeichnet die European Venture Capital Association (EVCA) Unternehmensbeteiligungen (Eigenkapital bzw. eigenkapitalähnliche Finanzierungen), die nicht im öffentlichen Handel auf einem Aktienmarkt stehen. Der Begriff Venture Capital (VC) ist dabei auf eine Teilmenge des PE beschränkt, die sich auf die frühe Gründungs- und Wachstumsphase von Unternehmen konzentriert (EVCA, 2007; Grabherr, 2006).

PE und VC erfüllen gesamtwirtschaftlich betrachtet eine wesentliche Grundaufgabe: Sie reduzieren die Finanzierungslücke für wachstumsorientierte, innovative Klein- und Mittelbetriebe, die sich aus dem Versagen traditioneller Finanzmärkte ergibt, und bilden damit ein eigenständiges Finanz- bzw. Kapitalmarktsegment. VC-Finanzierungen richten sich an Unternehmen in der Frühphase ihrer Entwicklung (Pre-Seed, Seed oder Start-up). In dieser Frühphase werden meist auf Grundlage vorausgegangener Forschungs- und Entwicklungsanstrengungen Produktideen entworfen und auf ihre technische und vor allem wirtschaftliche Umsetzung hin geprüft. In der Start-up Phase werden Geschäftspläne erstellt, die Produkte fertig entwickelt, der Produktionsprozess eingeleitet und erste Marketingaktivitäten gesetzt. Das Risiko bzw. auch das Renditepotential ist in dieser Unternehmensphase naturgemäß schwierig bis gar nicht abzuschätzen.

In dieser frühen Phase gibt es für Unternehmen praktisch keine traditionellen auf Fremdkapital beruhenden Finanzierungsinstrumente. In einem Markt wie Österreich mit geringer Tradition für VC-Kapital steigt dadurch die Gefahr der Nicht-Umsetzung Erfolg versprechender Projekte.

VC-Fonds wählen im Rahmen eines strukturierten Selektionsprozesses jene Unternehmen für eine Finanzierung aus, die über ein besonders starkes Wachstumspotential verfügen. Im Gegensatz zu anderen Formen der Unternehmensbeteiligung (z. B. stille Beteiligung) sind VC-Fonds sehr stark an der Wertsteigerung und mittelfristigen Abschichtung der Unternehmensbeteiligung ausgerichtet. Diese auf einen Ausstieg aus dem Unternehmen ausgerichtete Strategie erfordert eine attraktive Rendite auf mittlerer Frist und reduziert die Menge der betreuten Projekte auf solche mit einer möglichst großen Wertsteigerung. PE- und VC-Fonds übernehmen damit eine Allokationsfunktion und stellen Kapital für die Modernisierung und den Strukturwandel der Volkswirtschaft bereit. Eine gut etablierte VC-Szene unterstützt und stärkt somit den Wirtschaftsstandort Österreich. Theoretische Modelle, wie sie z. B. *Keuschnigg* (2004) entwickelt, und empirische Untersuchungen für Österreich (*Peneder et al.*, 2006) bzw. ein internationaler Vergleich von Ergebnissen (*Peneder*, 2006) bestätigen diese Wirkungsweise von VC. In einer Untersuchung auf unternehmensspezifischer Ebene belegen *Peneder – Schwarz* (2007) für Österreich ebenfalls einen positiven Zusammenhang.

## **2.1 Risikomanagement**

Frühphasenfinanzierungen sind einem hohen Verlustrisiko ausgesetzt und erfordern daher ein ausgezeichnetes Risikomanagementsystem. Ein Teil des Risikomanagements besteht aus der Risikostreuung und wird durch die Bildung eines Portfolios von Beteiligungsunternehmen erreicht. Mitunter ergänzen Syndizierungen der Beteiligung mit anderen VC-Fonds diese Strategie. Die besonders hohen Kosten aus der asymmetrischen Informationslage während der Frühphase eines Unternehmens erfordern zusätzliche Leistungen der VC-Fonds zur Unterstützung der Portfoliounternehmen, die auch dem Risikomanagement zuzurechnen sind. Dazu zählen z. B. Managementberatung, Informationsdienste, Vermittlung von Referenzkunden und Kooperationsvermittlungen z. B. zu Kreditinstituten und Rechtsanwälten. Die enge Zusammenarbeit mit dem Portfoliounternehmen und dessen Unterstützung durch den VC-Fonds ist das Hauptunterscheidungsmerkmal von VC gegenüber traditionellen Finanzierungsinstrumenten. Die Kombination aus Unternehmensbeteiligung und Unterstützung der Portfoliounternehmen erzeugt ein beiderseitiges Interesse an der florierenden Entwicklung des Unternehmens.

## **2.2 Ausgleich von Informationsasymmetrien (Corporate Governance)**

Der zweite Blickwinkel unter dem die umfangreiche Selektionstätigkeit sowie die intensive Beobachtung eines jungen Unternehmens durch den VC-Fonds gesehen werden kann, ist der Abbau von Informationsasymmetrien. Investitionsentscheidungen werden in einem VC-Fonds erst nach sorgfältiger Prüfung potentieller Beteiligungsunternehmen und nach Evaluierung der identifizierten Risiken, des Renditepotentials, sowie der Ausstiegsmöglichkeiten getroffen. Das Fondsmanagement bereitet üblicherweise Investitionsentscheidungen vor und legt sie dem zuständigen Fonds Organ – z. B. dem Investitionsbeirat – zur Entscheidung vor. Diese Abfolge erfordert einige vorgelagerte Schritte: Nach Unterfertigung einer Vertraulichkeitsvereinbarung wird das Beteiligungsmodell erarbeitet und in einem „term sheet“ die Bedingungen der Beteiligung festgehalten. Breiter Raum wird – soweit wirtschaftlich sinnvoll und notwendig – anschließend der rechtlichen, wirtschaftlichen, finanziellen, steuerlichen und technischen Prüfung des potentiellen Beteiligungsunternehmens, sowie der Beurteilung der Unternehmensleitung („due diligence“) eingeräumt. Auf dieser Grundlage werden schließlich die Beteiligungsverträge vereinbart.

Die Festlegung einzelner Finanzierungsrunden („Staging“ bzw. Meilensteinfinanzierung) ermöglicht ebenfalls die direkte Beobachtung und Kontrolle des Unternehmens. Eng damit in Zusammenhang stehen Anreize für das Unternehmen zu einer wahrheitsgetreuen Darstellung der Unternehmenslage („Reporting“) und einer fristgerechten Erfüllung des Geschäftsplanes. Über die in den Beteiligungsverträgen aufgestellten Bedingungen stellt der VC-Fonds sicher, dass der Informationsfluss über die tatsächliche wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens in Vergleich mit einem vorab definierten Geschäftsplan gestellt werden kann. Dadurch können allfällige Abweichungen rasch identifiziert und entsprechende Gegenmaßnahmen

eingeleitet werden. Das regelmäßige und vordefinierte „Reporting“ der Unternehmensleitung gegenüber dem VC-Fonds enthält neben quantitativen Angaben zum Geschäftsgang auch qualitative Erläuterungen. Durch das Einbinden zusätzlicher VC-Investoren in nachgelagerten Finanzierungsrunden werden die Bedürfnisse der Portfoliounternehmen in verschiedenen Entwicklungsphasen durch den VC-Fonds unterstützt. Der passende Partner in der jeweiligen Unternehmensphase wird im Rahmen von Syndizierungen hinzugezogen (AVCO IRR, 2005).

VC-Fonds sind auch im Aufsichtsrat eines Unternehmens vertreten. VC-Fondsmanager behalten sich das Recht vor, in die Entscheidungen der Unternehmensleitung einzugreifen, falls sie dazu eine Notwendigkeit erkennen. Durch diese zusätzlichen Kontrollrechte können sie für den VC-Fonds nachteilige Entscheidungen im Ernstfall unterbinden.



### 3. Kriterien für die Gestaltung der Umfrage unter institutionellen Investoren in Österreich

Die Beschreibung der Arbeitsweise von VC-Fonds im vorigen Abschnitt zeigt bereits, dass sie eine Mittlerrolle zwischen den eigentlichen Investoren und Unternehmen mit einem Außenfinanzierungsbedarf einnehmen, die die besonders hohen Kosten der asymmetrischen Information zwischen Investoren und Unternehmensleitung vermindern. Zwischen dem eigentlichen Geldgeber und dem VC-Fonds besteht jedoch wiederum eine asymmetrische Informationslage, die ähnlich derjenigen zwischen VC-Fonds und Unternehmen ist. *Kaplan – Strömberg (2003)* beschreiben eine Vielzahl von Vertragselementen, die die Anreizstruktur zwischen Investoren, VC-Fonds und Unternehmen verbessern. Sie zielen darauf ab, die asymmetrische Information zwischen den drei beteiligten Parteien abzubauen und übertragen Entscheidungsbefugnisse in vorab schwer definierbaren Situationen an die Investoren. Potentielle Ursachen für das geringe Aufkommen an Frühphasenfinanzierung in Österreich könnten also durch unzureichende Informationen der Geldgeber über VC-Fonds bzw. Unternehmen begründet sein.

In der Befragung wird daher die **Informationslage potentieller Investoren über den Ertrag bzw. das Risiko** von Frühphasenfinanzierungen und die **Transparenz** von VC-Fonds im Zentrum stehen. Daneben könnten **institutionelle Gründe** Investitionen in Wagniskapital behindern. *Brandner et al. (2007)* beschreiben die Voraussetzungen für eine transparente und anreizkompatible Geschäftsstruktur von PE- bzw. VC-Fonds nach dem Auslaufen der Rechtsform Mittelstandsfinanzierungs-AG. Rechtliche Einschränkungen in den Veranlagungsrichtlinien österreichischer Finanzintermediäre, die unklaren aktuellen rechtlichen Rahmenbedingungen für VC-Fonds selbst, und die Unsicherheit über zukünftige steuerliche Bedingungen könnten die Investitionsbereitschaft negativ beeinflussen. Zusätzlich müssen VC-Investitionen in das Risikomanagementsystem eines Finanzintermediärs eingebaut werden können. Neben dem unzureichenden direkten Informationsstand über VC-Fonds könnten auch **mangelnde Zugangsmöglichkeiten zu Informationen** über VC-Fonds oder öffentliche Einrichtungen in deren Umfeld bestehen.

Diese vier Themenbereiche werden im Fragebogen abgedeckt. Eine Untersuchung über den VC-Markt der USA gibt ebenfalls Hinweise auf Hemmnisse für die Mittelaufbringung von VC-Fonds. *Gompers – Lerner (1998)* zeigen für den VC-Markt der USA die relative Bedeutung von angebots- und nachfrageseitigen Faktoren. Sie kommen zur Schlussfolgerung, dass die folgenden Faktoren die Mittelaufbringung von VC-Fonds signifikant beeinflussen:

- Änderungen der Regulierung von Pensionsfonds,
- Änderungen der Besteuerung von Vermögenszuwächsen,
- allgemein niedrigeres bzw. höheres Wirtschaftswachstum,
- Ausmaß an Forschungs- und Entwicklungsausgaben und

- fondsspezifische für die Vergangenheit ausgewiesene Rendite bzw. die Fonds Reputation.

Von den hier interessierenden angebotsseitigen Bestimmungsgründen war die Klarstellung der Aufsichtsbehörde für US-Pensionsfonds, dass Pensionsfonds auch Investitionen in Frühphasenfinanzierungen tätigen können, besonders wichtig. Sie führte zu einer deutlichen Steigerung des Investitionsvolumens von Pensionsfonds.

Ein weiterer wichtiger Faktor für das Investitionsvolumen in den USA ist die Veranlagungsrendite bzw. die Reputation eines VC-Fonds. Hohe veröffentlichte Renditen in der jüngeren Vergangenheit führen zu größeren Mittelzuflüssen und haben dadurch einen selbst verstärkenden Effekt. Ältere VC-Fonds können eine längere Ertragsgeschichte vorweisen und haben dadurch einen Vorteil in der Mittelbeschaffung. Im Gegensatz zu herkömmlichen börsennotierten Wertpapieren kann die erwartete Rendite von Frühphasenfinanzierungen nicht mit Marktdaten ermittelt werden.

Die Reputation eines Fonds zur Frühphasenfinanzierung beeinflusst den Zufluss an Mitteln (*Sirri – Tuffano, 1998*). Zu den objektiv messbaren Eigenschaften eines Fonds zählen allerdings auch weniger aussagekräftige Indikatoren, wie das Alter seit der Gründung oder das im Fonds veranlagte Vermögen. Ältere und größere Fonds haben unter diesen Umständen leichteren Zugang zu Investoren als junge und kleine Fonds. Wegen der großen Unsicherheit über die erwartete Rendite von Frühphaseninvestitionen dürfte die Angebotsfunktion für Wagniskapital vermutlich flach sein, d. h. die Reaktion der angebotenen Menge auf Änderungen der erwarteten Rendite wird gering sein, weil andere Faktoren die Entscheidung über VC-Investitionen beeinflussen.

Den theoretischen Argumenten folgend, ist der Fragebogen grob in drei Teile gegliedert. Der erste Teil enthält Fragen nach dem Typ des befragten institutionellen Investors, dessen Gestaltungsspielraum in der Investitionsentscheidung, dessen Investitionszielen, dem Anteil an Alternative Investments (AI), das sind Veranlagungen, die nicht durch Marktpreise oder nahe Substitute bewertet werden können und – falls vorhanden – dem Anteil der Frühphasenfinanzierung an PE-Investitionen. Der zweite Teil ist ausschließlich an institutionelle Investoren ohne eine VC Beteiligung gerichtet und versucht das Ausmaß an asymmetrischer Information in den Bereichen Ertrag, Transparenz und allgemeine Zugangsprobleme zu Informationen über VC zu erhellen. Eine Frage beschäftigt sich auch mit institutionellen Gründen für das Unterbleiben von VC-Investitionen. Schließlich werden im dritten Teil Überlegungen über ein mögliches zukünftiges PE- oder VC-Engagement und mögliche Fördermaßnahmen abgefragt.

### 3.1 Fragebogen



# Verbreitung der und Hindernisse für die Frühphasenfinanzierung über Venture Capital Fonds

- 1** Handelt es sich bei Ihrem Unternehmen um,
- ein Kreditinstitut
  - ein Lebensversicherungsunternehmen
  - eine Pensionskasse
  - eine Stiftung

- 2** Wie hoch war das verwaltete Vermögen Ihres Unternehmens am Ende des letzten abgeschlossenen Geschäftsjahres?
- Bis 145 Mio. €
  - Von 145 Mio. € bis 770 Mio. €
  - Über 770 Mio. €

- 3** Bitte geben Sie Ihren Gestaltungsspielraum in der Vermögensveranlagung an. Die Veranlagung erfolgt:

	Trifft zu	Trifft nicht zu
Voll im eigenen Ermessen.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Im eigenen Ermessen unter Beachtung gesetzlicher Grenzwerte .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Unter bestimmten Vorgaben der ausländischen Muttergesellschaft .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Durch die ausländische Muttergesellschaft.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Unter Beachtung einer Stiftungs-urkunde.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
anderen Vorgaben.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
und zwar .....		
.....		

- 4** Bitte geben Sie die Bedeutung folgender Ziele in der Veranlagungsstrategie Ihres Unternehmens an:

	Sehr wichtig	Wichtig	Weniger wichtig	Unwichtig
Einhaltung von Vorgaben der Konzernmutter.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Einhaltung gesetzlicher Vorgaben .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Einhaltung der Vorgaben aus der Stiftungsurkunde.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kurze Amortisationszeit der Investition .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Langfristige Veranlagung.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Regelmäßige Ausschüttung .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Niedriges Verlustrisiko .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Hohe Liquidität der veranlagten Mittel .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verfügbarkeit täglicher Marktpreise (mark to market) ..	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Breite internationale Streuung der Veranlagung .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Breite Streuung über verschiedene Veranlagungsformen .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Geringer Verwaltungsaufwand bzw. Transaktionskosten .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Geringer Kontrollaufwand bzw. Monitoring der Investition .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Möglichkeit der Einflussnahme auf das Fonds-Management....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Öffentliche Kontrolle und Beaufsichtigung von Fonds.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Sehr Wichtig    Weniger    Un-  
wichtig        wichtig        wichtig

Selbstregulierte Kontrolle und  
Beaufsichtigung der Fonds .....            

Gläubigerschutz, z. B. Zugriffs-  
möglichkeit auf die Liqui-  
dationsmasse.....            

**5** Wie hoch war der Anteil von Alternative Investments (das sind alle Veranlagungen außer Geldmarktpapiere, Anleihen, auf einer Börse gehandelte Aktien oder Immobilien) am gesamten veranlagten Vermögen?

- Anteil in Prozent \_\_\_\_\_ Bitte mit **Frage 6** fortsetzen
- Anteil in Prozent 0 Falls 0 bitte mit **Frage 11** fortsetzen

**6** Falls Ihr Unternehmen Private Equity Fonds im Portfolio hält (das sind Fonds die Eigenkapital-Beteiligungen an Unternehmen, die nicht an einer Börse notiert sind, halten), wie hoch war der Anteil von Private Equity Fonds am gesamten veranlagten Vermögen?

- Anteil in Prozent \_\_\_\_\_ Bitte mit **Frage 7** fortsetzen
- Anteil in Prozent 0 Falls 0 bitte mit **Frage 11** fortsetzen

**7** Falls Ihr Unternehmen Private Equity Fonds im Portfolio hält, bitte geben Sie die Verteilung Ihrer Investitionen auf die folgenden Investitionsschwerpunkte an:

In Prozent

Frühphasenfinanzierung  
(Venture Capital) ..... \_\_\_\_\_

Expansionsfinanzierung ..... \_\_\_\_\_

Management Buy Out..... \_\_\_\_\_

Andere Spezialfonds ..... \_\_\_\_\_

Dachfonds ..... \_\_\_\_\_

Private Equity Fonds insgesamt..... 100

**8** Falls Ihr Unternehmen Fondsbeteiligungen mit einem Schwerpunkt auf Frühphasenfinanzierung (Venture Capital) hält, wie hoch ist der Anteil Ihrer Investitionen in österreichische Fonds?

In Prozent

Venture Capital Fonds mit  
österreichischem Sitz ..... \_\_\_\_\_

Venture Capital Fonds mit  
ausländischem Sitz ..... \_\_\_\_\_

Venture Capital Fonds Investi-  
tionen insgesamt ..... 100

**9** Falls Ihr Unternehmen Private Equity Fonds im Portfolio hält, planen Sie künftig einen höheren Anteil Ihres verwalteten Vermögens in Fonds mit einem der folgenden Investitionsschwerpunkte zu veranlagen?

Ja    Nein

Frühphasenfinanzierung  
(Venture Capital).....    

Expansionsfinanzierung.....    

Management Buy Out.....    

Andere Spezialfonds.....    

Dachfonds.....    

Private Equity insgesamt .....    

**10** Falls Ihr Unternehmen Private Equity Fonds im Portfolio hält,

Ja    Nein

sind Sie über die Veranlagungsentscheidung des Fondsmanagements und über die Wertentwicklung Ihrer Investition ausreichend informiert? .....    

haben Sie bereits eine öffentliche Garantie in Anspruch genommen .....    

wirken sich öffentliche Garantien positiv auf Ihre Investitionsentscheidung (Absicherung) aus?.....    

wirken sich öffentliche Garantien negativ auf Ihre Investitionsentscheidung (Kosten) aus? .....    

Bitte mit **Frage 13** fortsetzen



**11 Falls Ihr Unternehmen keine Beteiligung an Venture Capital (VC) Fonds im Portfolio hält, welche Gründe sind dafür ausschlaggebend?**

**Informationen über Ertrag und Risiko dieser Veranlagungsform schließen Veranlagungen aus, weil**

	Ja	Nein
der erwartete Ertrag dieser Veranlagungsform unbekannt ist .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
der erwartete Ertrag zu niedrig ist .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
das Ertragsrisiko (Ertragschwankung) unbekannt ist .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
das Risiko von Kapitalverlusten zu hoch ist.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die Rückflüsse aus der Veranlagung zu unregelmäßig sind .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
das Risiko-Ertragsprofil von VC-Fonds nicht attraktiv ist.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
andere ertrags- bzw. risiko-bezogene Gründe.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
und zwar: .....		
.....		

**Informationen über die Transparenz von Venture Capital Fonds für Unternehmensgründungen schließen Veranlagungen aus, weil**

	Ja	Nein
das Portfolio der betreuten Start-up Unternehmen unbekannt ist .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die Qualität der Projektauswahl durch den VC-Fonds unbekannt ist .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die Betreuungsqualität der Start up Unternehmen durch den VC-Fonds unbekannt ist .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die Corporate Governance der VC-Fonds unzureichend ist .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
das Monitoring von VC-Fonds zu aufwendig ist.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
es zu wenig Erfahrung mit dem erfolgreichen Ausstieg aus Start-up-Investitionen gibt.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die Wertentwicklung des VC-Fonds unzureichend dokumentiert ist.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
das Angebot an VC-Fonds keine ausreichende Streuung erlaubt .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
andere Transparenz bezogene Gründe und zwar: .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
.....		

**Institutionelle Gründe schließen eine Investition in Venture Capital Fonds für Unternehmensgründungen aus, weil**

	Ja	Nein
es gesetzliche Investitionsbeschränkungen gibt .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die Veranlagung in VC nicht der Stiftungsurkunde entspricht .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die Veranlagung in VC nicht in das bestehende Asset Liability Management integriert werden kann .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die rechtlichen und vertraglichen Bedingungen dieser Veranlagungsform unzureichend bekannt sind.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
andere institutionelle Gründe.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
und zwar: .....		
.....		

**12 Falls Ihr Unternehmen keine Beteiligung an Venture Capital (VC) Fonds im Portfolio hält, erwägen Sie, mittelfristig einen Teil Ihres verwalteten Vermögens in Fonds mit einem der folgenden Investitionsschwerpunkte zu veranlagen?**

	Ja	Nein
Frühphasenfinanzierung (Venture Capital).....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Expansionsfinanzierung .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Management Buy Out.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Andere Spezialfonds .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Dachfonds .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

**13 Wie beurteilen Sie Ihren Informationsstand über die Investitionsmöglichkeiten in österreichische Venture Capital Fonds?**

	Hoch	Mittel	Niedrig	Nicht vor- handen
Der Informationsstand über				
österreichische Private Equity Fondsanbieter ist .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation (AVCO) ist.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
AVCO Investor Relations Richtlinien ist .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Beteiligungsgarantien des Austria Wirtschaftservice (AWS) ist .....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

**14** Besteht für Sie ein Bedarf zur Verbesserung des Informationsstands über Venture Capital Fonds?

- Ja
- Nein

**15** Wie beurteilen Sie die Wichtigkeit der folgenden Maßnahmen und Faktoren um Investitionen in österreichische Venture Capital Fonds attraktiver zu gestalten?

Wichtig    Neutral    Un-  
wichtig

- |   |                          |                          |                          |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Die Angleichung gesetzlicher Rahmenbedingungen an internationale Vorbilder ist..... | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Günstigere steuerliche Rahmenbedingungen sind .....                                 | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Maßgeschneiderte öffentliche Garantieinstrumente für VC sind ..                     | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Ausweitung der Aufsicht durch unabhängige Institutionen ist.....                    | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Stärkere Selbstregulierung der VC Anbieter ist.....                                 | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Attraktivere Beteiligungsprojekte sind .....  | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

**Herzlichen Dank für Ihre Mitwirkung!**

für etwaige Nachfragen:

Sachbearbeiter(in):

\_\_\_\_\_

Telefon:

\_\_\_\_\_

Email:

\_\_\_\_\_

#### 4. Private Equity und Venture Capital in Österreich

2006 nahmen sowohl die Mittelaufbringung als auch Beteiligungsaktivitäten in österreichischen Private Equity (PE) und Venture Capital (VC) Fonds zu. Nach der Steigerung um 78% im Jahr 2005, erhöhte sich die Mittelaufbringung 2006 neuerlich um 29% und erreichte mit 279 Mio. € ein Höchstwert. Die Beteiligungen wurden ebenfalls von 143 Mio. € (2005) auf 158 Mio. € (2006) um mehr als 10% ausgeweitet. Insgesamt wurden Beteiligungen an 190 Unternehmen eingegangen. Expansionsfinanzierungen nehmen in Österreich traditionell den größten Anteil an den PE-Beteiligungen ein (2006: 50,8%), gefolgt von Buy-out-Transaktionen (2006: 40,4%), die überwiegend der Unternehmensnachfolge dienen. Die Bereiche Seed und Start-up verzeichneten jedoch zuletzt einen Rückgang von zusammen rund zwei Drittel (2006) des Investitionsvolumens; der Anteil an den gesamten PE-Investitionen betrug nur noch 5,6% (2006). Die Entwicklung des Jahres 2006 könnte durch Verzögerungen geprägt worden sein, weil die Erwartungen der PE-Fonds aus dem Jahr 2005 für 2006 einen Anteil des Frühphasensegmentes von etwa 13% beinhalteten. Das hätte wenigstens ein konstantes Investitionsvolumen in neue Beteiligungen impliziert.

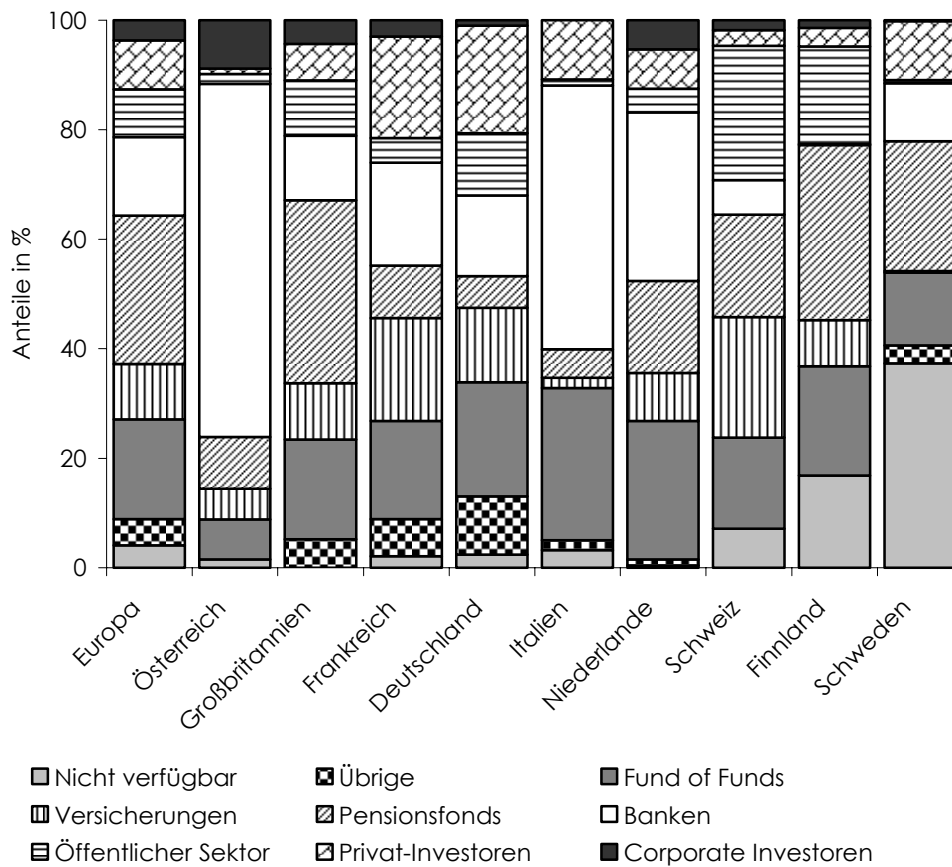
Trotz der dynamischen Entwicklung der vergangenen Jahre liegt Österreich, was den Prozentanteil der PE- und VC-Beteiligungsinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) betrifft, im EU-Ranking unter den Ländern mit der niedrigsten BIP-Quote. Sie betrug 2006 mit nur 0,1% nur ein Zehntel des EU-Durchschnittswertes (0,9%).

Gemessen an den in Europa investierten Mitteln (Private Equity allgemein) liegt Österreich quantitativ weit abgeschlagen (Abbildung 1). Bis 2004 zeigte sich eine ähnliche Dynamik im Verlauf der Kurve, das Anziehen im Jahr 2005 kann auch in Österreich ansatzweise beobachtet werden. Die Frühphase (Seed, Start-up) verzeichnete im Jahr 2000 ihren Zenit und ist seither rückläufig (Abbildung 2), 2006 wurde sogar der Wert von 1998 wieder unterschritten.

Die Mittelaufbringung (als das von Investoren zur Verfügung gestellte Kapital) stieg in den letzten Jahren kontinuierlich, 2006 entwickelte sie sich rasant. Konnten die österreichischen PE- und VC-Geber 2005 schon mit 217 Mio. € an frischem Kapital den zweithöchsten Wert seit 1995 für ihre Beteiligungsfonds aufbringen, so waren es 2006 bereits 279 Mio. €. Das entspricht einem Zuwachs von 28,8%. Die mit Abstand stärkste Gruppe der Investoren stellen nach wie vor die österreichischen Kreditinstitute dar. Sie hatten einen Anteil von 64,5% am Investitionsvolumen. Als zweitgrößte Investorengruppe erwiesen sich 2006 Pensionsfonds mit 9,5%, gefolgt von Corporate Investors (8,8%), Dachfonds mit 7,3% und Versicherungen mit 5,6% (Abbildung 3).

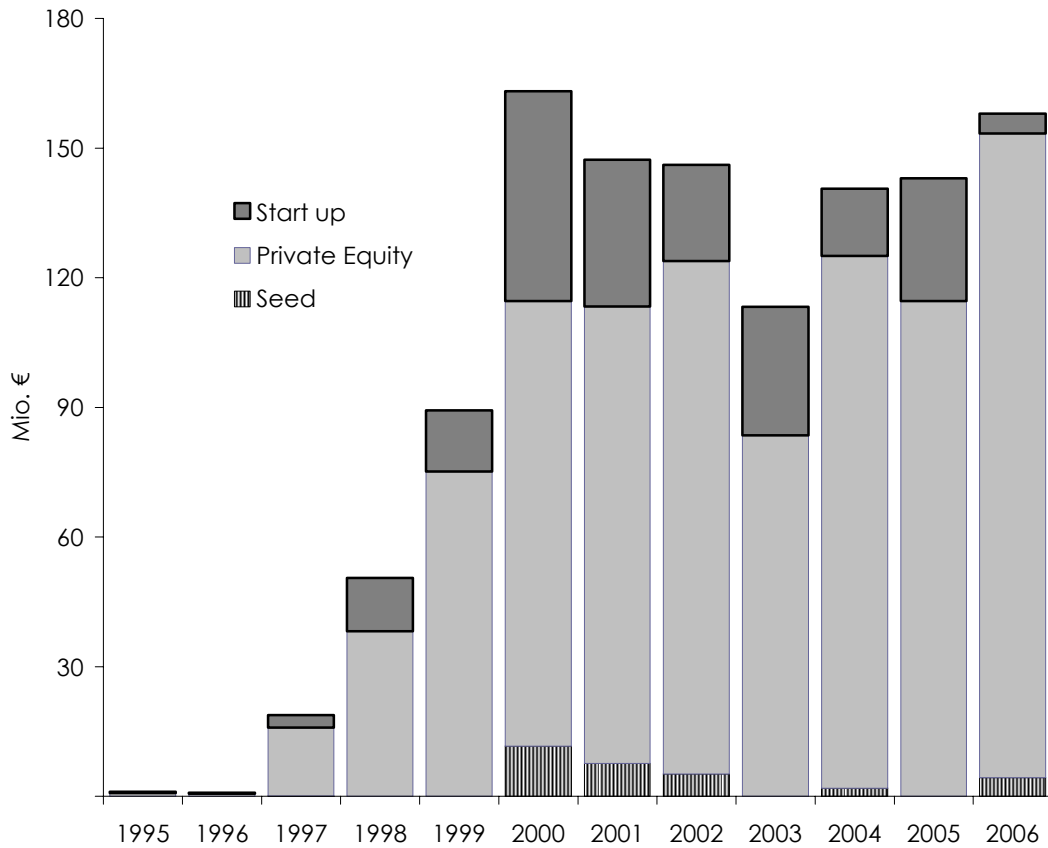
Der Anteil ausländischer Investoren am aufgebrauchten Kapital betrug im Jahr 2006 rund 17%. Damit blieb der österreichische Risikokapitalmarkt weiterhin weitgehend von heimischen Investoren abhängig. Von den frisch aufgebrauchten Mitteln sollen nach Einschätzung der

**Abbildung 1: Struktur der Mittelaufbringung von Private Equity Fonds nach Investorengruppen 2006**



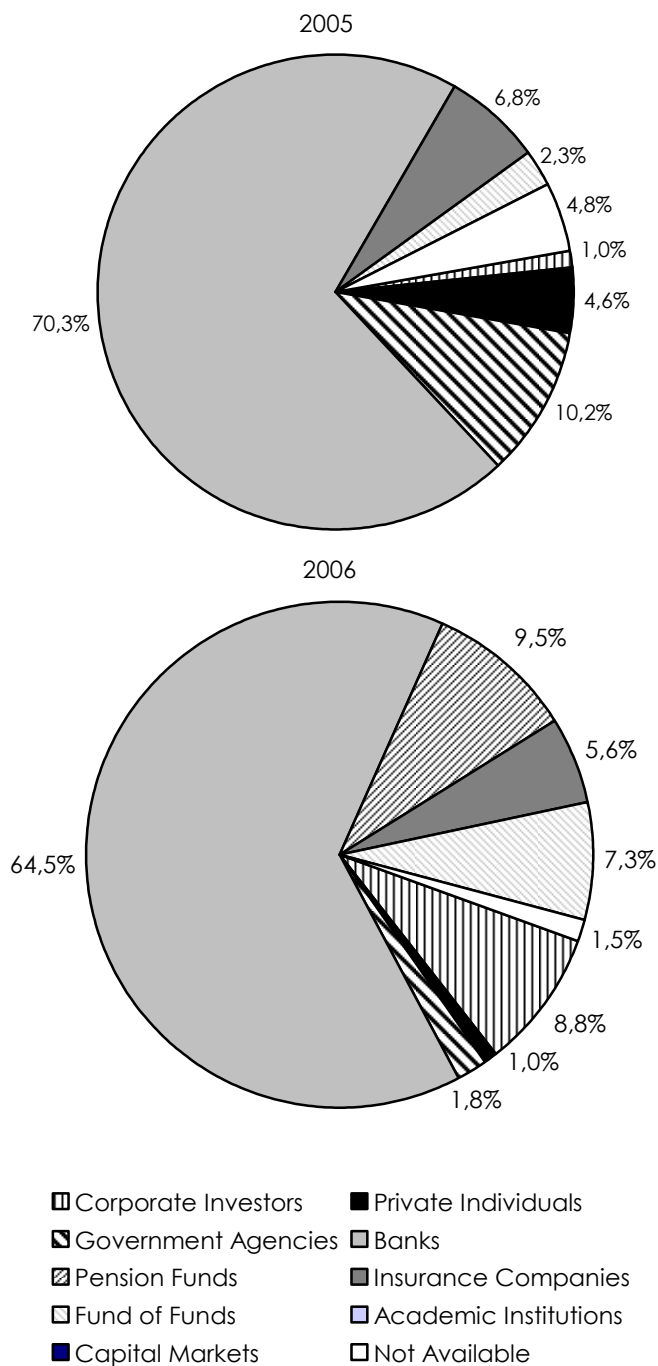
Q: EVCA Yearbooks.

**Abbildung 2: Private Equity Investments in Österreich**  
Venture Capital im Vergleich zu Private Equity



Q: EVCA Yearbooks.

**Abbildung 3: Österreichische Investorenstruktur in Private Equity, 2005 und 2006**



Q: EVCA. - Anmerkung: Das kommitierte Kapital betrug 2006 279 Mio. €.

österreichischen PE-Fonds in den kommenden Jahren knapp mehr als 4% in das Frühphasensegment und rund 22% in die Ausweitung und Expansion von KMUs investiert werden. Der Großteil der geplanten Investitionen wird mit 74% auf kleine und mittlere Buy-outs entfallen, womit sich der österreichische Markt international üblichen Strukturen annähert. Trotz der allgemein sehr positiven Entwicklung im Bereich PE war auf dem Sektor der VC-Finanzierung während der letzten Jahre ein Rückgang zu beobachten (Abbildung 2).

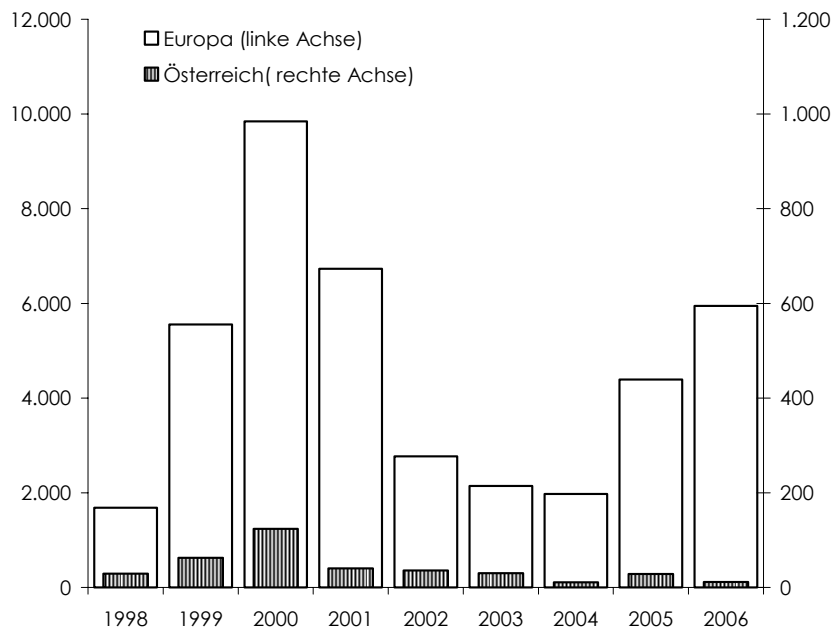
Nach einer Phase der Konsolidierung der europäischen PE- und VC-Fonds zwischen 2000 und 2004 nahmen sowohl die Mittelaufbringung als auch die Investitionen in den letzten beiden Jahren wieder deutlich zu (Abbildungen 4 und 5). Die oberen Teile der Abbildungen 4 und 5 machen deutlich, dass Österreich diese Entwicklung zwar für PE mitmachte, sich aber im Bereich VC vollständig von Europa abkoppelte. Neben den allgemein schwierigen Bedingungen für VC dürften daher in Österreich spezielle Rahmenbedingungen bestehen, die sowohl die Mittelaufbringung als auch die Investitionen im europäischen Vergleich dämpfen.

Die gesetzlichen Rahmenbedingungen für Private Equity und Venture Capital sind in Österreich zurzeit im Umbruch. Die weitaus wichtigste Organisationsform für Private Equity und Venture Capital war seit 1994 die Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft – MiFiG (§ 6b KStG). Die EU-Kommission beeinspruchte die MiFiG-Bestimmungen wegen unerlaubter staatlicher Beihilfe und verursachte damit ein Auslaufen des MiFiG-Gesetzes mit Ende 2007. Das Bundesministerium für Finanzen legte im September 2007 einen an den "Leitlinien der Gemeinschaft für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikokapitalinvestitionen in kleine und mittlere Unternehmen" orientierten Gesetzesentwurf vor. Das neue Gesetz ist leider kein vollständiger Ersatz für die bisherigen Bestimmungen, weil es die Beteiligungsmöglichkeiten deutlich einschränkt: So soll etwa das in ein Unternehmen maximal investierte Kapital innerhalb von zwölf Monaten nicht 1,5 Mio. € überschreiten. Bestehende MiFiGs sind vor allem durch die Übergangsbedingungen in ihrem Bestand bedroht. Diese Übergangsregelungen gelten nur vorbehaltlich, weil die Notifizierung durch die Europäische Union noch aussteht. Seit 1. Jänner 2008 gibt es keine international konkurrenzfähige gesetzliche Struktur für Venture Capital und Private Equity Fonds in Österreich (Brandner et al., 2007).

### Abbildung 4: Fundraising von Private Equity und Venture Capital Fonds in Europa und Österreich

Fundraising Venture Capital

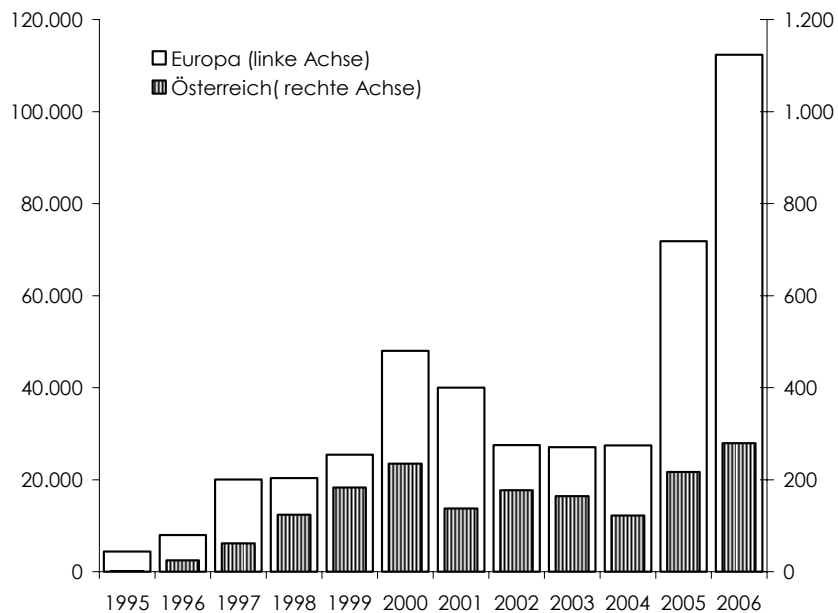
Mio. €



Q: EVCA Yearbooks. - Venture Capital: Early Stage.

### Fundraising Private Equity insgesamt

Mio. €



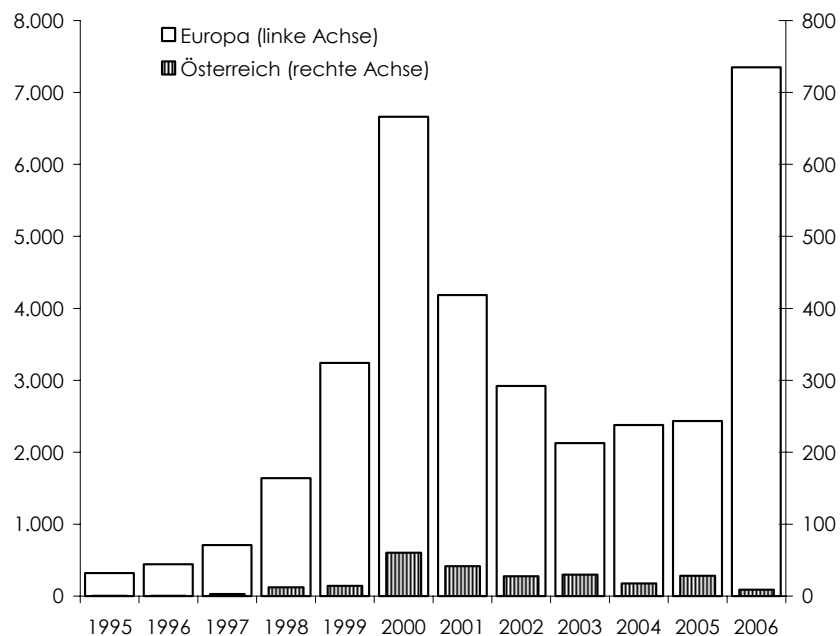
Q: EVCA Yearbooks.



### Abbildung 5: Investitionstätigkeit von Private Equity und Venture Capital Fonds in Europa und Österreich

Venture Capital Investitionen

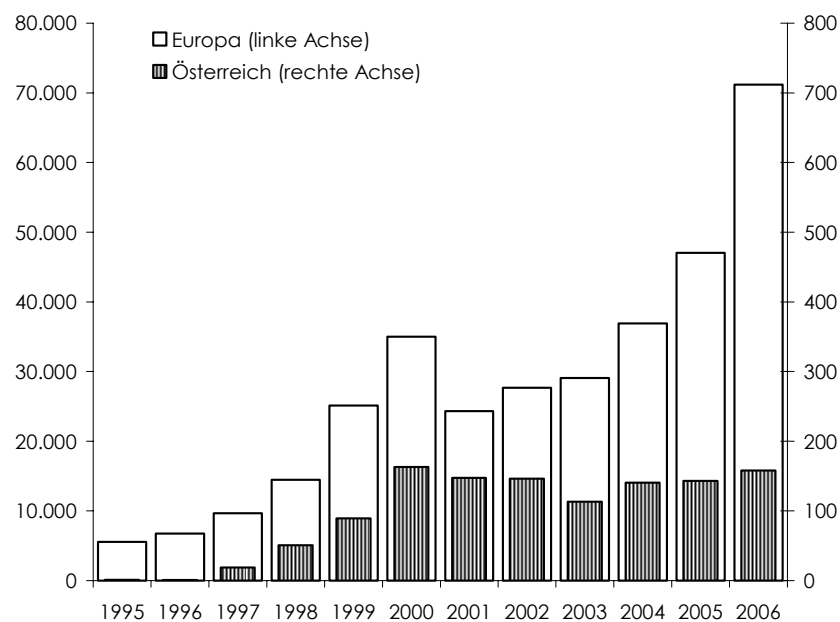
Mio. €



Q.: EVCA Yearbooks. Venture Capital: Seed + Start-up

Private Equity Investitionen

Mio. €



Q.: EVCA Yearbooks.



## 5. Ergebnisse der Befragung

Der Fragebogen wurde an eine ausgewählte Stichprobe von in Österreich registrierten Kreditinstituten, an alle Versicherungen mit einem Lebensversicherungszweig, alle Pensionskassen und die Betrieblichen Vorsorgekassen verschickt. Diese Zusammensetzung potentieller institutioneller VC-Investoren ergibt sich aus dem langfristigen Charakter der Frühphasenfinanzierung. Daher wurden neben den Kreditinstituten, als traditionell stark engagierte VC-Investoren, Finanzintermediäre aus dem Bereich der privaten Altersvorsorge kontaktiert. Die Liste der Kreditinstitute folgt einer Mischung von bereichs- und größenspezifischen Merkmalen. Alle als Banken bzw. Sonderbanken registrierten Kreditinstitute wurden unabhängig von deren Bilanzsumme befragt. Von den Mitgliedern anderer Sektoren wurden nur jene befragt, die 2006 zu den 150 größten Instituten zählten. Diese objektive Auswahl von 233 Investoren wurde von der Austria Wirtschaftsservice mit Garantienehmern und von der AVCO durch bekannte Investoren in PE-Fonds ergänzt. Die ergänzte Stichprobe enthielt auch einige Stiftungen. Eine umfassende Erhebung unter Stiftungen war allerdings wegen fehlender Adressdaten nicht möglich. Insgesamt konnten so weitere 100 institutionelle Investoren anonym befragt werden.

Für den ersten Teil der Stichprobe von 233 Investoren gibt es öffentlich zugängliche Bilanzdaten, sodass ein gutes Bild über die Verteilung potentieller institutioneller Investoren über Typen bzw. Größenklassen gewonnen werden kann (Übersicht 1). Die meisten der 233 Investoren sind Kreditinstitute, während es deutlich weniger Versicherungsunternehmen und Pensionskassen gibt. Im Vergleich über die drei Größenklassen ist die Klasse der kleinen Investoren deutlich geringer besetzt als die mittlere und größte Klasse. Dieses Bild gilt für die Verteilung der Bilanzsumme über die beiden Merkmale Typ und Größe noch stärker.

Von den befragten Investoren sendeten insgesamt 57 einen zumindest teilweise ausgefüllten Fragebogen zurück. Der Anteil der antwortenden Unternehmen an den 233 Investoren, für die auch eine Bilanzsumme zur Verfügung steht, beträgt 23,2%, im Verhältnis zu allen befragten Unternehmen betrug die Rücklaufquote 17,1%. In Bezug auf die drei Investorentypen war der Rücklauf unter Kreditinstituten am geringsten (Übersicht 2). Unter den Versicherungsunternehmen mit einem Lebensversicherungszweig war die Antwortbereitschaft deutlich höher und im Bereich der Pensionskassen bzw. der Betrieblichen Vorsorgekassen war sie außergewöhnlich hoch<sup>1)</sup>. Die Bilanzsumme der antwortenden Investoren kann wegen der teilweise anonymen Erhebung nicht vollständig ermittelt werden. Für die nicht anonymen Finanzintermediäre können mit Hilfe der Daten der Aufsichtsbehörde bzw. des Fachverbands der Pensionskassen die Bilanzsummen ergänzt werden. Für die verbleibenden Unternehmen wird als Schätzwert der Klassenmittelwert aus Übersicht 1 eingesetzt. Insgesamt sind die Ergebnisse der Umfrage für alle Größenklassen und Investorentypen als repräsentativ

---

1) An dieser Stelle möchten wir Frau Dr. Ulrike Braumüller vom Verband der Versicherungsunternehmen Österreichs und Herrn Dr. Fritz Janda vom Fachverband der Pensionskassen für ihre Unterstützung der Umfrage herzlichst danken.

**Übersicht 1: Potentielle institutionelle Investoren für Beteiligungen an Frühphasenfinanzierungen**

	Bilanzsummengrößenklassen			Insgesamt
	Bis 145 Mio. €	145 Mio. € bis 770 Mio. €	Über 770 Mio. €	
Zahl der Unternehmen				
Kreditinstitute	24	75	81	180
Versicherungsunternehmen	5	7	21	33
Pensionskassen <sup>1)</sup>	8	9	3	20
Stiftungen	-	-	-	-

	Bilanzsummengrößenklassen			Insgesamt
	Bis 145 Mio. €	145 Mio. € bis 770 Mio. €	Über 770 Mio. €	
Bilanzsumme in Mio. €				
Kreditinstitute	823	36.025	681.923	718.771
Versicherungsunternehmen	375	2.460	69.334	72.170
Pensionskassen <sup>1)</sup>	569	3.254	8.735	12.558
Stiftungen	-	-	-	-

Q: OeNB, FMA, Fachverband der Pensionskassen. - 1) Veranlagtes Vermögen.

**Übersicht 2: Anteil der antwortenden Investoren an den potentiellen Investoren (Rücklaufquoten)**

	Unternehmensgröße			insgesamt
	klein	mittel	groß	
In % der Unternehmen				
Kreditinstitute	29,2	16,0	18,5	18,9
Lebensversicherungen	20,0	42,9	28,6	30,3
Pensionskassen	50,0	33,3	100,0	50,0
Stiftungen	-	-	-	-
In % der Bilanzsumme <sup>1)</sup>				
Kreditinstitute	73,7	16,8	9,7	10,2
Lebensversicherungen	20,0	71,4	26,7	28,2
Pensionskassen	46,9	39,4	100,0	81,9
Stiftungen	-	-	-	-

Q: OeNB, FMA, Fachverband der Pensionskassen, WIFO-Befragung. - Anmerkung: Anteil an den potentiellen Investoren in der jeweiligen Zelle, insgesamt 57 Unternehmen mit gültiger Antwort. Die Unternehmensgrößenklassen sind klein bis 145 Mio. €, mittel zwischen 145 und 770 Mio. € und groß über 770 Mio. €. - 1) Insgesamt 43 Investoren mit imputierter Bilanzsumme vorhanden, die Bilanzsumme der restlichen Investoren ist mit dem Zellenmittelwert hochgerechnet.

einzuschätzen, für große Kreditinstitute muss allerdings eine größere Schwankungsbreite angesetzt werden (Übersicht 2). Im Bereich der Stiftungen gab es zwar drei Antworten, sie müssen aber in Bezug zu den etwa 2.600 vorhandenen Stiftungen gesetzt werden. Durch den niedrigen Beteiligungsgrad (0,1% der Stiftungen) sind die Angaben der Stiftungen statistisch nicht repräsentativ. Die Umfrageergebnisse werden dennoch auch für diesen Investorentyp getrennt ausgewiesen.

## **5.1 Von institutionellen Investoren genutzte Veranlagungsinstrumente**

Die 57 antwortenden Investoren werden im Hinblick auf ein unterschiedliches Investitionsverhalten untersucht. Am Beginn des Fragebogens wird eine Gruppeneinteilung der potentiellen Investoren in solche mit Alternative Investments (AI), Private Equity (PE) und/oder mit Frühphasenfinanzierungen (Venture Capital – VC) vorgenommen. Alle Gruppen werden in der Folge getrennt ausgewertet. Die Trennung der Antworten in solche von potentiellen und tatsächlichen Investoren erlaubt uns Rückschlüsse auf den wirtschaftspolitischen Maßnahmenbedarf.

Der Anteil institutioneller Investoren mit einer Veranlagung in Alternativen Investments (AI) an der Gesamtzahl der Investoren beträgt knapp 60% (Übersicht 3). Die Verteilung hängt deutlich positiv von der Größe ab, während der Investorentyp kaum einen Einfluss hat: Kreditinstitute, Lebensversicherungen und Pensionskassen sind annähernd gleichmäßig stark in Alternative Investments engagiert. Etwa ein Viertel aller Investoren verfügt über eine Veranlagung in Private Equity Fonds, wobei hier bereits eine deutliche Häufung von PE-Investitionen unter Versicherungsunternehmen bemerkbar ist (Übersicht 4). Kreditinstitute veranlagen in etwa durchschnittlich oft in Private Equity, während unter Pensionskassen nur die größten Investoren dieses Veranlagungsinstrument nutzen. Außerhalb des Kreditwesens sind PE-Investitionen unter kleinen Investoren nicht verbreitet.

Lediglich ein Achtel der potentiellen Investoren verfügt über eine Veranlagung in Venture Capital Fonds (Übersicht 5), wobei hier auffällt, dass keine einzige Pensionskasse Frühphasenfinanzierungen tätigt und kleine bis mittlere Versicherungsunternehmen diese Veranlagungsform ebenfalls meiden. Unter den Kreditinstituten gibt es eine merkwürdige Verteilung von VC-Investitionen: Während mehr als ein Viertel der kleinen Kreditinstitute Anteile an VC-Fonds hält, betrachtet nur jedes siebente große Kreditinstitut VC als attraktiv genug. Mittlere Betriebsgrößen verzichten gänzlich auf dieses Instrument. Der Anteil von VC-Investitionen am gesamten veranlagten Vermögen schwankt in der Stichprobe zwischen 0,1% und 14%. Am häufigsten wird etwa 1% des Vermögens in VC investiert. Die Verteilung der Finanzintermediäre mit einer VC-Investition in der Stichprobe kann mit der etwas größeren Gruppe der Garantienehmer bei der AWS verglichen werden. Die Verteilung der Unternehmen mit VC-Investition unterscheidet sich nur geringfügig zwischen diesen beiden

**Übersicht 3: Anteil der institutionellen Investoren mit einer Veranlagung in Alternative Investments nach Unternehmensgröße und Typ**

	Unternehmensgröße			insgesamt
	klein	mittel	groß	
	In %			
Kreditinstitute	42,9	63,6	76,9	64,5
Lebensversicherungen	0,0	66,7	50,0	50,0
Pensionskassen	50,0	66,7	66,7	60,0
Stiftungen	50,0	0,0	-	33,3
Insgesamt	42,9	61,1	68,2	59,3

Q: WIFO-Befragung. - Anmerkung: Anteil an den Investoren in der jeweiligen Zelle, insgesamt 54 Unternehmen mit gültiger Antwort. Alternative Investments sind Veranlagungsformen außer Geldmarktpapieren, Anleihen und auf einer Börse gehandelte Aktien. Die Unternehmensgrößenklassen sind klein bis 145 Mio. €, mittel zwischen 145 und 770 Mio. € und groß über 770 Mio. €.

**Übersicht 4: Anteil der institutionellen Investoren mit einer Veranlagung in Private Equity nach Unternehmensgröße und Typ**

	Unternehmensgröße			insgesamt
	klein	mittel In %	groß	
Kreditinstitute	28,6	9,1	38,5	25,8
Lebensversicherungen	0,0	33,3	50,0	40,0
Pensionskassen	0,0	0,0	33,3	10,0
Stiftungen	50,0	0,0	-	33,3
Insgesamt	21,4	11,1	40,9	25,9

Q: WIFO-Befragung. - Anmerkung: Anteil an den Investoren der jeweiligen Zelle, insgesamt 54 Unternehmen mit gültiger Antwort. - Zellen ohne ein antwortendes Unternehmen sind durch "-" gekennzeichnet. - Veranlagungen in Private Equity Fonds sind Beteiligungen an Fonds, die Eigenkapitalbeteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen halten. Die Unternehmensgrößenklassen sind klein bis 145 Mio. € mittel zwischen 145 und 770 Mio. € und groß über 770 Mio. €.



**Übersicht 5: Anteil der institutionellen Investoren mit einer Veranlagung in Frühphasenfinanzierungen nach Unternehmensgröße und Typ**

	Unternehmensgröße			insgesamt
	klein	mittel	groß	
	In %			
Kreditinstitute	28,6	0,0	15,4	12,9
Lebensversicherungen	0,0	0,0	33,3	20,0
Pensionskassen	0,0	0,0	0,0	0,0
Stiftungen	50,0	0,0	-	33,3
Insgesamt	21,4	0,0	18,2	13,0

Q: WIFO-Befragung. - Anmerkung: Anteil an den Investoren der jeweiligen Zelle, insgesamt 54 Unternehmen mit gültiger Antwort. - Zellen ohne ein antwortendes Unternehmen sind durch "-" gekennzeichnet. - Die Unternehmensgrößenklassen sind klein bis 145 Mio. €, mittel zwischen 145 und 770 Mio. € und groß über 770 Mio. €.

Gruppen. In den Umfragedaten sind Versicherungsunternehmen im VC-Segment etwas aktiver als Kreditinstitute; unter den Garantienehmern dreht sich diese Struktur zugunsten der Kreditinstitute um. Unter den Garantienehmern der AWS befindet sich auch eine Pensionskasse. Insgesamt bestätigt der Vergleich die Robustheit der Umfrageergebnisse.

Mit Hilfe der Garantiedaten der AWS ist auch eine Berechnung des Anteils von VC-Investitionen am Vermögen von Finanzintermediären möglich. Unter den Finanzintermediären mit garantierter VC-Investition beträgt der Anteil von VC an der Bilanzsumme im Durchschnitt 0,12%, wobei der Höchstwert 0,46% beträgt. In Übersicht 6 ist der Anteil von VC-Investitionen stärker nach Größenklassen und Typen gegliedert. Dabei wird deutlich, dass kleine bis mittlere Finanzintermediäre etwas stärker garantierte VC-Investitionen tätigen. Nach dem Typus gibt es einen höheren Anteil garantierter VC-Investitionen unter Versicherungsunternehmen und Kreditinstituten. Die Anteile unter den Umfrageteilnehmern sind deutlich höher als unter den Garantienehmern.

Der Bestand an VC unter den antwortenden Investoren wird aus der Kombination der Bilanzsumme mit dem Anteil der VC-Fonds am Gesamtvermögen geschätzt. Da die Bilanzsumme nicht für alle Investoren zur Verfügung steht, wird für die fehlenden Werte der Mittelwert gemäß Übersicht 1 eingesetzt. Dieses Schätzverfahren erbringt einen Bestand von insgesamt 285 Mio. € an VC-Investitionen. Davon sind etwa 174 Mio. € in österreichische VC-Fonds investiert. Im Vergleich beträgt die akkumulierte Summe der Investitionen in Seed und Start-up Fonds zwischen 1995 und 2006 in österreichischen VC-Fonds insgesamt 245 Mio. € (2006), sodass der hochgerechnete Bestand an VC-Investitionen in der Umfrage 72% des akkumulierten Branchenwertes ausmacht. Zusätzlich zu den Umfragewerten stehen auch noch Daten über die aushaftenden Garantien der Austria Wirtschaftsservice (AWS) zur Verfügung. Insgesamt sind zurzeit Garantien für Frühphaseninvestitionen im Ausmaß von 170 Mio. € ausständig bzw. zugesagt. Die AWS zählt auch Expansionsfinanzierungen zur Frühphase. Die akkumulierte Investitionssumme von Seed, Start-up und Expansions-Fonds zwischen 1995 und 2006 betrug 910 Mio. €, sodass etwa ein Fünftel dieser Summe mit einer Garantie ausgestattet ist.

Die geringe Attraktivität von VC zum Befragungszeitpunkt wird auch durch das niedrige Interesse an einer Ausweitung der Investitionen belegt. Von den bereits jetzt in VC investierten Investoren planen ausschließlich kleine Kreditinstitute eine Ausweitung ihrer Aktivitäten (Übersicht 7). Von den bisher noch nicht in VC investierten Anlegern plant niemand ein Engagement in Frühphasenfinanzierungen.

## **5.2 Gestaltungsspielraum und Ziele der Veranlagung durch institutionelle Investoren**

Der individuelle Gestaltungsspielraum in der Anlageentscheidung ist ein wesentlicher Faktor für die Aufnahme unterschiedlicher Veranlagungsformen in ein Portfolio. Da in der Umfrage

**Übersicht 6 : Anteil garantierter Venture Capital Beteiligungen an der Bilanzsumme institutioneller Investoren nach Unternehmensgröße und Typ**

	Unternehmensgröße			insgesamt
	klein	mittel	groß	
		In %		
Kreditinstitute	0,19	0,17	0,08	0,12
Lebensversicherungen	-	0,46	0,04	0,14
Pensionskassen	-	-	0,04	0,04
Insgesamt	0,19	0,20	0,07	0,12

Q: AWS, OeNB, FMA, FV-Pensionskassen. - Anmerkung: Anteil an der Bilanzsumme, 29 Unternehmen mit gültiger Antwort. - Zellen ohne ein antwortendes Unternehmen sind durch "-" gekennzeichnet. - Die Unternehmensgrößenklassen sind klein bis 145 Mio. €, mittel zwischen 145 und 770 Mio. € und groß über 770 Mio. €.

**Übersicht 7: Anteil der institutionellen Investoren mit einer Veranlagung in Frühphasenfinanzierungen und Plänen zur Ausweitung von Frühphasenfinanzierungen nach Unternehmensgröße und Typ**

	Unternehmensgröße			insgesamt
	klein	mittel	groß	
	In %			
Kreditinstitute	50,0	-	0,0	25,0
Lebensversicherungen	-	-	0,0	0,0
Pensionskassen	-	-	-	-
Stiftungen	0,0	-	-	0,0
Insgesamt	33,3	-	0,0	14,3

Q: WIFO-Befragung. - Anmerkung: Anteil an den Investoren der jeweiligen Zelle, insgesamt 7 Unternehmen mit gültiger Antwort. - Zellen ohne ein antwortendes Unternehmen sind durch "-" gekennzeichnet. - Die Unternehmensgrößenklassen sind klein bis 145 Mio. €, mittel zwischen 145 und 770 Mio. € und groß über 770 Mio. €.

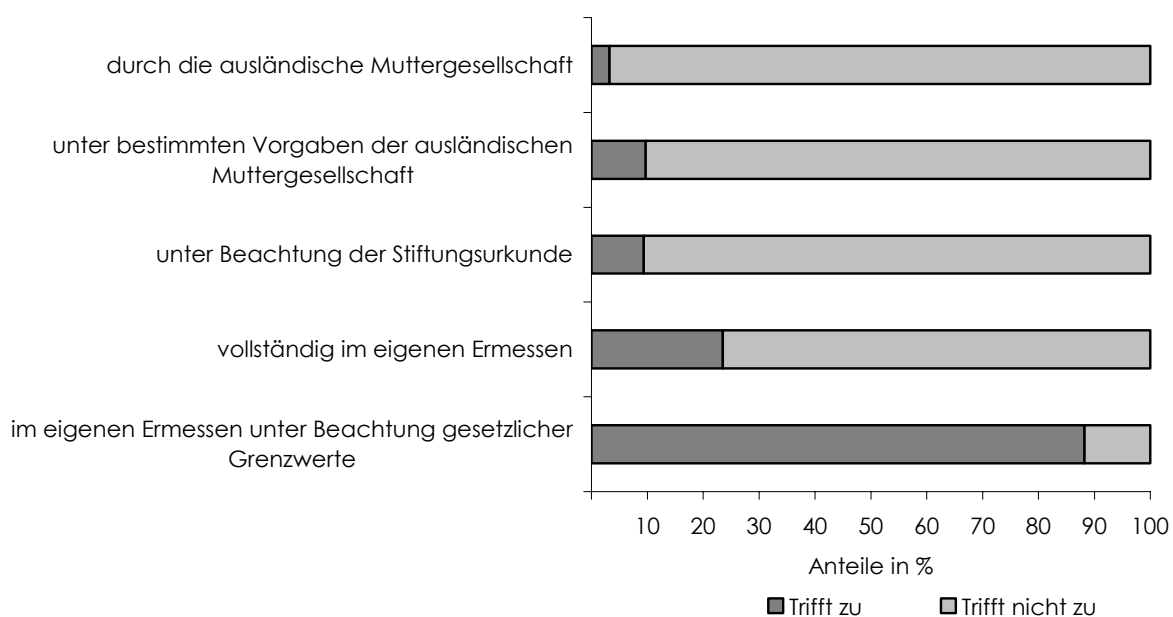
unterschiedliche Investorengruppen befragt wurden, sind auch Abweichungen in der Autonomie der Investitionsentscheidung zu erwarten. Daher enthält der Fragebogen bereits im Eingangsteil eine Frage nach der Entscheidungsfreiheit des Finanzintermediärs (vgl. Anhang Fragebogen).

Der Anteil unter den Finanzintermediären, für die das entsprechende Merkmal zutrifft, ist in den Abbildungen 6 und 7 als dunkle Fläche in den Balken aufgetragen. Die meisten Investoren handeln im eigenen Ermessen und unter Beachtung gesetzlicher Vorgaben. Knapp ein Viertel kann vollständig im eigenen Ermessen agieren. Vorgaben durch eine ausländische Muttergesellschaft bzw. die Übergabe der Investitionsentscheidung an eine ausländische Mutter sind selten. In der Teilgruppe von Investoren mit einer Frühphasenfinanzierung ist die Beachtung gesetzlicher Grenzwerte nicht mehr so wichtig wie im Durchschnitt der befragten Unternehmen (Abbildung 7). Der Anteil der Investoren mit vollständiger Entscheidungsfreiheit ist größer.

Das Ziel der Veranlagungsstrategie institutioneller Investoren kann nicht eindimensional in Form eines maximalen erwarteten Ertrags abgebildet werden. Zusätzlich sind gesetzliche Vorgaben, Liquiditätsaspekte, Vorgaben der Unternehmensleitung, das Ausmaß asymmetrischer Information, Gläubigerschutz, Transaktionskosten und andere Eigenschaften von Anlageformen für die Investitionsentscheidung von Bedeutung. Abbildung 8 gibt die Bedeutung einzelner Zielkomponenten für institutionelle Investoren an. Die helle Fläche am linken Ende des Balkens gibt an, dass dieses Ziel sehr wichtig ist. Im Gegensatz dazu gibt die dunkle Fläche am rechten Ende des Balkens den Anteil der Investoren an, für die diese Eigenschaft unwichtig ist. Die Reihung der Ziele erfolgt aufsteigend mit der wachsenden Bedeutung unter Finanzintermediären. Die Einhaltung gesetzlicher Vorgaben ist für alle Investoren zumindest wichtig oder sogar sehr wichtig, während entsprechend dem geringen Anteil von Stiftungen an der Stichprobe die Einhaltung von Stiftungsurkunden nur eine geringe Bedeutung spielt. Ein weiteres sehr wichtiges Ziel für Investitionen ist ein geringes Verlustrisiko. Bis auf die obersten vier Einträge in Abbildung 8 werden alle Ziele von der Mehrheit der Finanzintermediäre als zumindest wichtig erachtet. Ein für VC-Fonds schlechtes Signal ist die hohe Bedeutung der Verfügbarkeit von Marktpreisen für eine Veranlagungsform; drei Viertel der Investoren halten dieses Ziel zumindest für wichtig. Die Gruppe der VC-Investoren (Abbildung 9) unterscheidet sich in ihren Zielen doch deutlich vom Durchschnitt. Hohe Liquidität der Veranlagung, Verfügbarkeit von Marktdaten oder kurze Amortisationszeiten einer Investition werden von solchen Investoren nicht hoch bewertet. Im Gegensatz zu herkömmlichen Investoren wird aber großer Wert auf eine Einflussmöglichkeit auf das Fondsmanagement gelegt. Ein hohes Verlustrisiko wurde auch von dieser Gruppe nur ungern in Kauf genommen und deshalb nimmt der Gläubigerschutz auch eine große Rolle ein.

**Abbildung 6: Gestaltungsspielraum in der Veranlagung unter den befragten institutionellen Investoren**

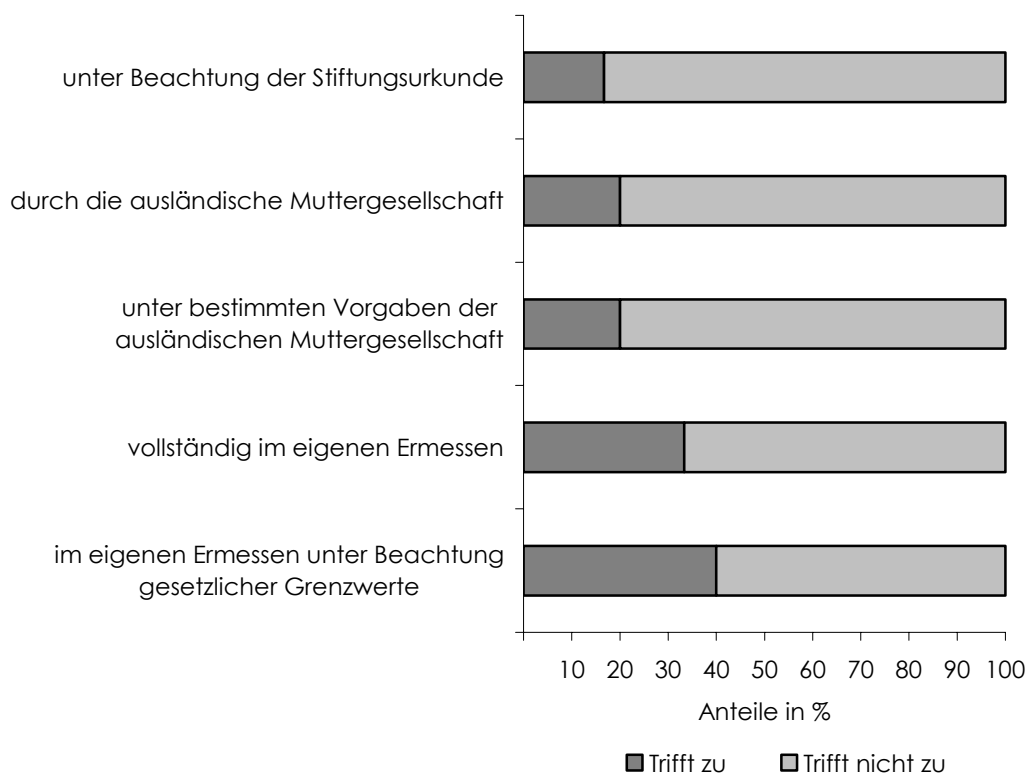
**Die Veranlagung erfolgt**



Q: WIFO-Befragung. - Anmerkung: 31 bis 51 antwortende Unternehmen.

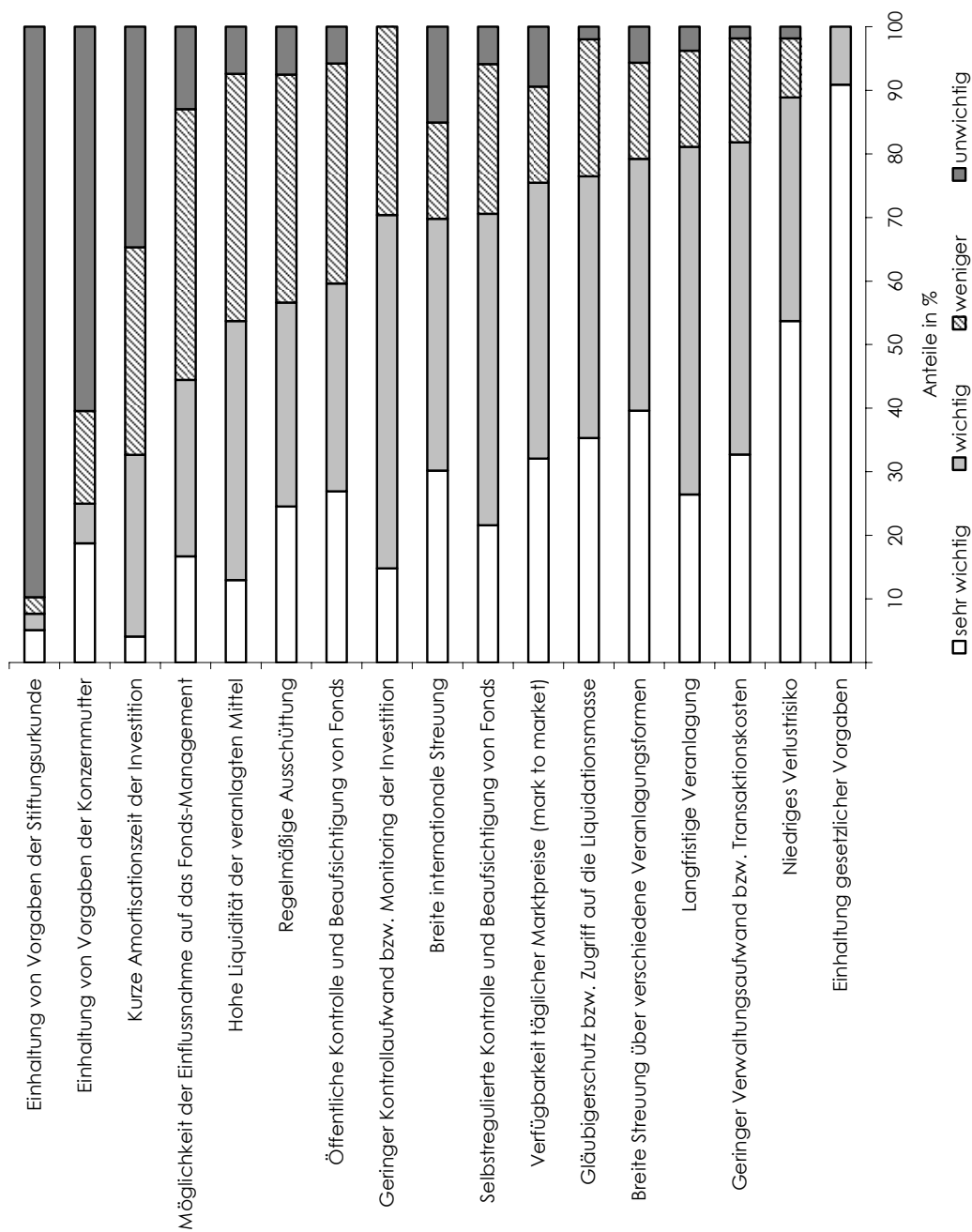
**Abbildung 7: Gestaltungsspielraum in der Veranlagung unter den befragten Investoren mit einer Frühphasenfinanzierung**

**Die Veranlagung erfolgt**



Q: WIFO-Befragung. - Anmerkung: zwischen 5 und 6 antwortende Unternehmen

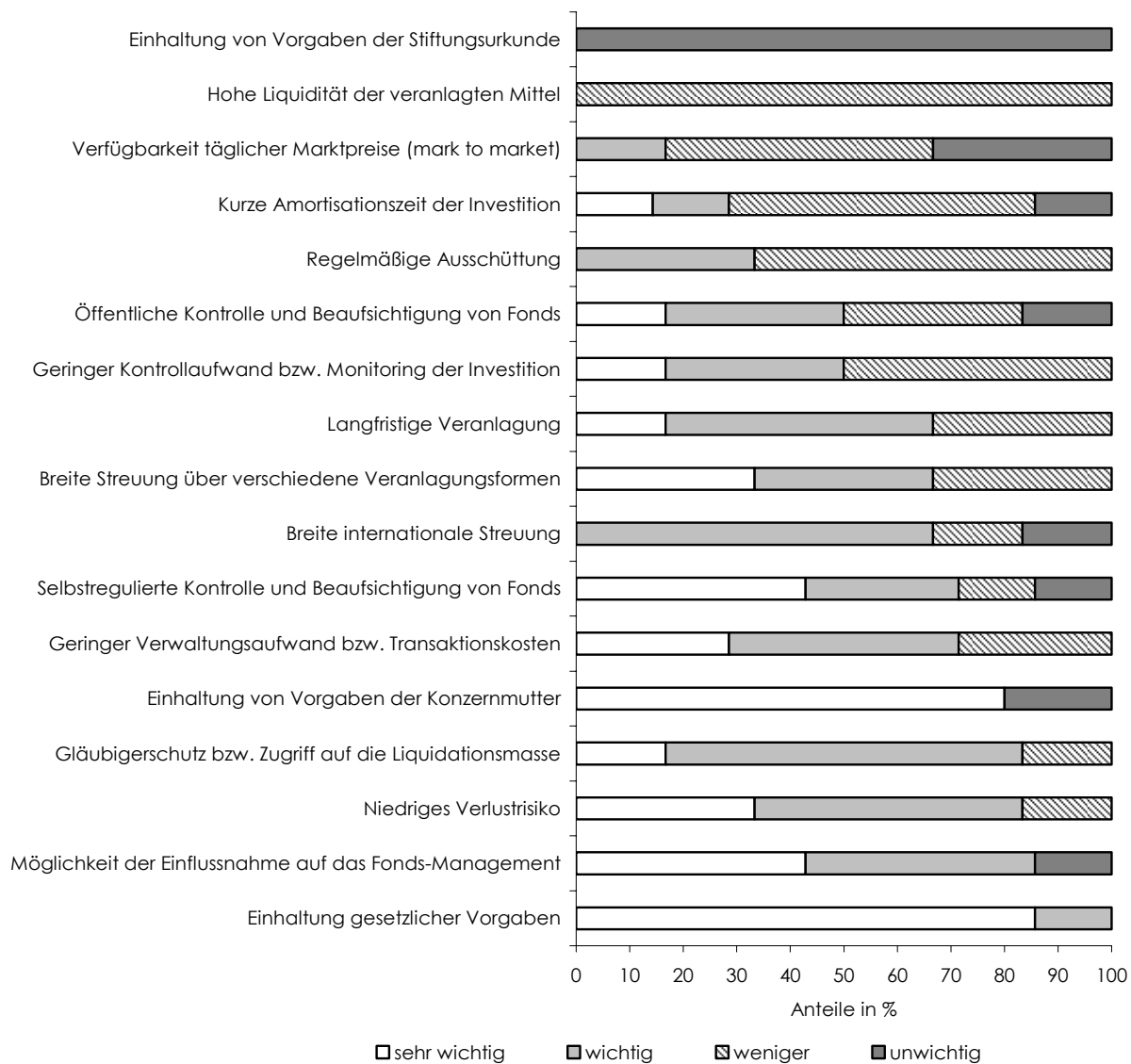
**Abbildung 8: Gestaltungsspielraum in der Veranlagung unter den befragten institutionellen Investoren**



Q: WIFO-Befragung. - Anmerkung: Zwischen 39 und 55 antwortende Unternehmen.



**Abbildung 9: Gestaltungsspielraum in der Veranlagung unter den befragten Investoren mit Frühphasenfinanzierung**



Q: WIFO-Befragung. - Anmerkung: Zwischen 4 und 7 antwortende Unternehmen.

### **5.3 Ursachen für die Ablehnung von Frühphasenfinanzierungen bei institutionellen Investoren ohne Alternative Investments**

Die Analyse der Ursachen für die Ablehnung von Frühphasenfinanzierungen folgt den Anregungen aus der Literatur über unvollständige Verträge (*Kaplan – Strömberg, 2003*). Die asymmetrische Information zwischen Investoren und Venture Capital Fondsmanagern besteht nicht nur in Bezug auf den erwarteten Ertrag und dessen Schwankungsintensität, sondern auch im Hinblick auf andere Faktoren, die eine Einschätzung der Tätigkeit von Fondsmanagern erleichtern. Im Fragebogen sind die möglichen Hemmnisse in drei Bereiche gegliedert, die sich auf die Kenntnis von Ertragskennzahlen, Informationen über die Betreuung der Start-up Unternehmen durch das Fondsmanagement und institutionelle Ursachen konzentrieren.

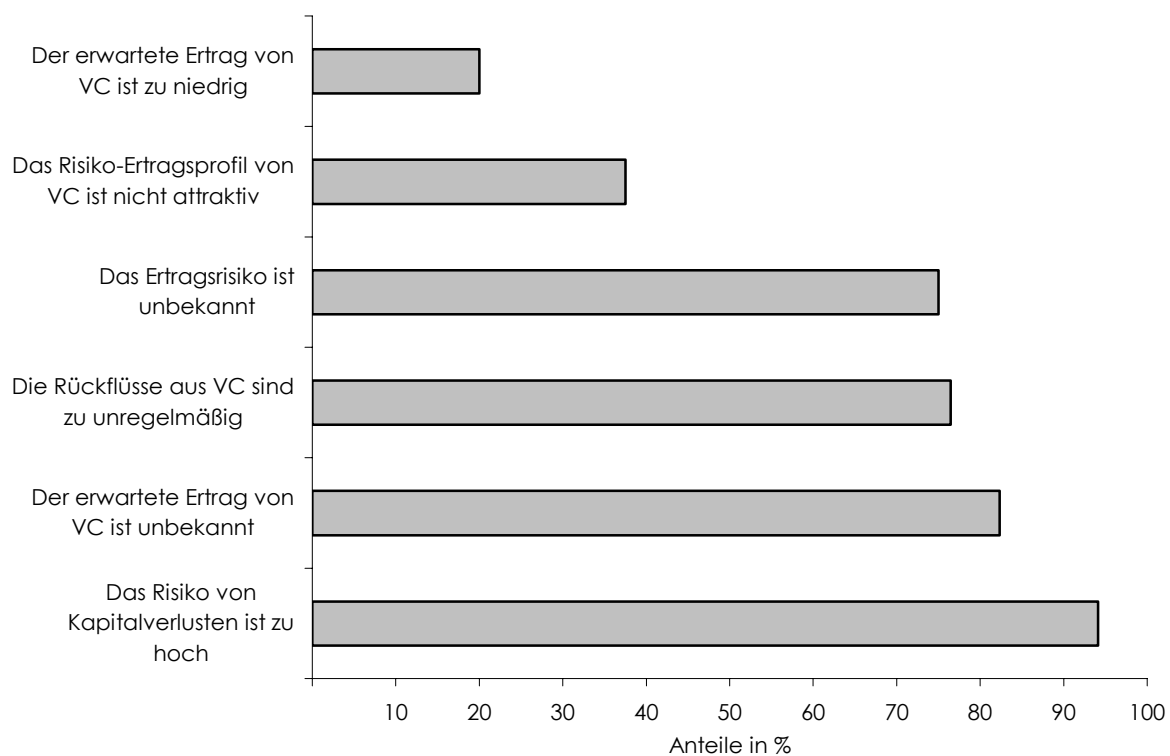
Für Ertrags- und Risikoeigenschaften von Frühphasenfinanzierungen zeigt sich, dass die meisten Geldgeber, die bisher noch keine Alternative Investments im Portfolio halten, das Risiko eines Kapitalverlustes von der Frühphasenfinanzierung abhält (Abbildung 10). Nur wenig niedriger ist der Anteil der Investoren, deren Kenntnis der erwarteten Rendite auf VC-Fonds mit der zugehörigen Schwankungsbreite unzureichend ist. Ebenfalls wichtig für Finanzintermediäre ist die Regelmäßigkeit des Rückflusses von Kapitalerträgen. Für VC-Fonds folgt daraus die Notwendigkeit einer ständigen Suche nach Beteiligungsprojekten, sodass Investoren langfristig mit einem stetigen Rückfluss rechnen können. Da die Struktur von VC-Fonds auf eine feste Laufzeit angelegt ist, muss diese Eigenschaft durch weitgehend parallel laufende Fonds indirekt gewährleistet werden.

Die Auswertung der freien Antworten zu dieser Frage ergibt, dass VC-Fonds insgesamt intransparent wirken, und keine Zeitreihen für Risiko- und Ertragsdaten österreichischer VC-Fonds zur Verfügung stehen. *Kaplan – Schoar (2005)* weisen die große Bedeutung von Ertragskennzahlen für den Mittelzufluss in VC-Fonds nach und zeigen, dass Renditen von VC-Fonds eine hohe Persistenz haben, d. h. Fonds mit hohen Ertragsraten haben auch in den Folgejahren eine hohe Rendite und umgekehrt, Fonds mit niedriger Ertragsrate bleiben auch in der Zukunft unattraktiv. Durch die Persistenz der Renditen wird ein positiver Kreislauf in Gang gesetzt, der den rentablen VC-Fonds weitere Mittel zuführt. Gleichzeitig sind erfahrene Fondsmanager in einer besseren Position zur Ausweitung ihrer Investitionen auf neue Projekte (*Gompers et al., 2008*). In diesem Umfeld können öffentliche Garantien für VC-Investitionen fehlende Informationen über die Ertragskraft eines VC-Fonds mildern, weil sie zumindest Kapitalverluste verhindern.

Unter den freien Antworten wird auch darauf hingewiesen, dass zu kleine Fondsvolumen in Österreich die ausreichende Diversifikation der Geldgeber verhindern. Dieser Mangel könnte durch die Einrichtung von Dachfonds behoben werden, die als Kapitalsammelstelle größere Fondsvolumina aufbauen können und damit auch die Streuungsmöglichkeiten steigern.

**Abbildung 10: Ursachen der Ablehnung von Frühphasenfinanzierungen (VC) unter institutionellen Investoren in Österreich <sup>1)</sup>**

**Ertrags- und Risikoeigenschaften von Frühphasenfinanzierungen**



Q: WIFO-Befragung. - Anmerkung: Die Zahl der gültigen Antworten liegt zwischen 15 und 17 Unternehmen.- 1) Nur institutionelle Investoren ohne Alternative Investments.

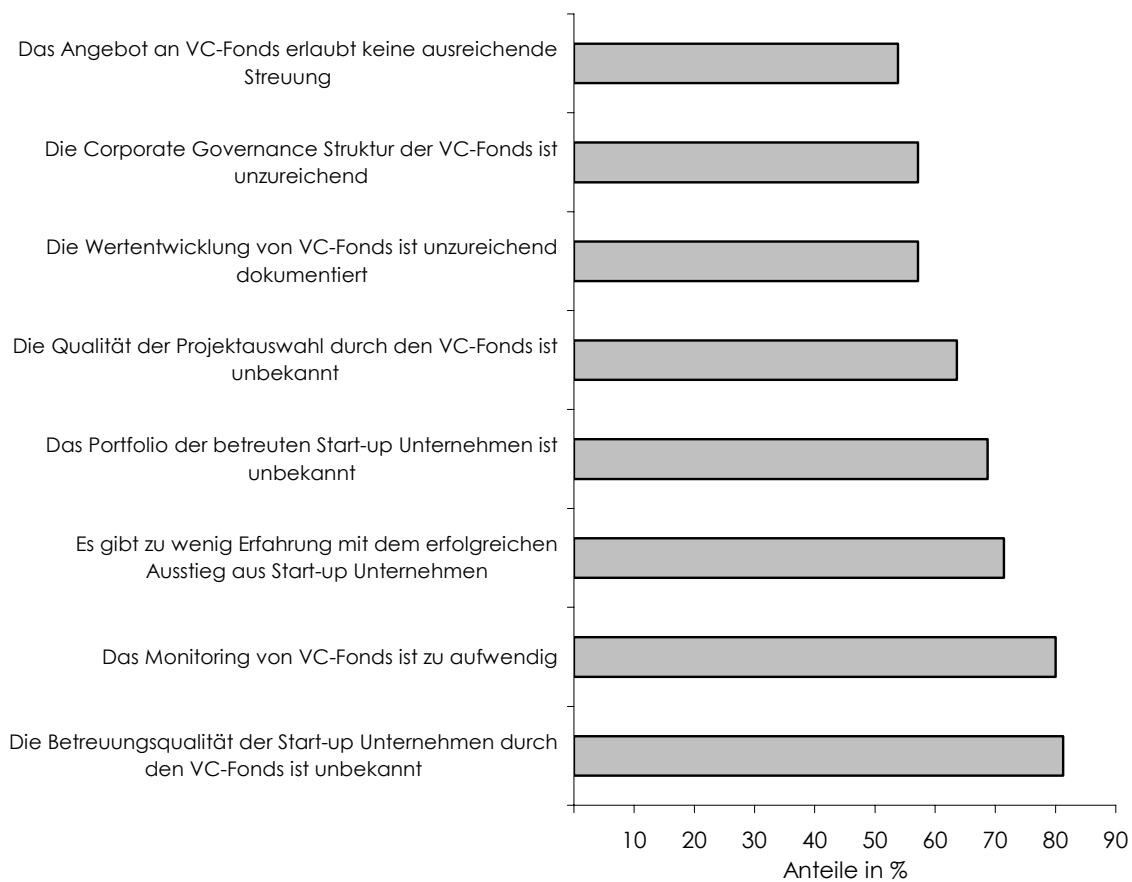
Allerdings erhöht sich in diesem Fall das Problem der asymmetrischen Information zwischen Geldgeber und Unternehmen durch einen weiteren Finanzintermediär.

Ein antwortender Finanzintermediär gab an, dass zwischen VC-Fonds-Erträgen und direkten Aktienveranlagungen eine hohe Korrelation besteht. Dieses Argument beruht auf Analysen für die USA, wo es sowohl Renditedaten einzelner VC-Fonds (Venture Economics) als auch Renditedaten einzelner Projekte innerhalb der Fonds (VentureOne) gibt, die bis 1975 zurückreichen und damit erst die Berechnung eines Korrelationskoeffizienten ermöglicht. In einigen nicht publizierten Arbeiten mit diesen Daten wird nachgewiesen, dass der Zusammenhang zwischen der Rendite auf Venture Capital und allgemeinen Aktienmarktindizes positiv ist (Jones – Rhodes-Kropf, 2003; Ljungqvist – Richardson, 2003; Peng, 2001). Das theoretische Argument für den positiven Zusammenhang beruht auf den in einem günstigen Börseumfeld bestehenden guten Veräußerungsmöglichkeiten von Beteiligungen (Mohnen et al., 2008). In einer sehr sorgfältig vorgenommenen Studie weist Cochrane (2005) hingegen nach, dass die US-Renditedaten eine starke Verzerrung durch die Selektion im Zuge von Beteiligungsveräußerungen beinhalten. Erst mit der Veräußerung kann eine Rendite gemessen werden, im Fonds verbleibende Unternehmen werden hingegen nicht berücksichtigt. Unter Bedachtnahme auf diese Verzerrung kann Cochrane keinen Zusammenhang zwischen der Rendite auf VC Projekte und dem relevanten Börseindex für kleine an der Nasdaq notierte Unternehmen nachweisen. Im Gegenteil, VC-Fonds weisen ein eigenständiges auch von vergleichbaren börsennotierten Kleinunternehmen abweichendes Risikoprofil auf. Die in den vorangegangenen Studien gefundene Korrelation dürfte auf die Vernachlässigung der Selektionsverzerrung zurückzuführen sein, hat sich aber seither in der öffentlichen Meinung verfestigt.

Alle Indikatoren für Transparenzeigenschaften von Frühphasenfinanzierungen (Abbildung 11) werden von mehr als der Hälfte der Teilnehmer als Ursachen für die Ablehnung von VC-Investitionen angegeben. Diese Angaben zeigen die große Bedeutung dieses Themas. Vor allem der Aufwand des Monitorings und die unbekanntete Betreuungsqualität der Start-up Unternehmen durch das VC-Fondsmanagement stechen durch ihre hohe Bedeutung hervor. Unwissen über die Zusammensetzung des Unternehmensportfolios in einem VC-Fonds und mangelnde Erfahrung mit dem erfolgreichen Ausstieg aus Unternehmensbeteiligungen sind ebenfalls sehr wichtige Ursachen für das Ausbleiben von Frühphasenfinanzierungen. Interessanterweise wird die Qualität der Projektauswahl durch das VC-Fondsmanagement von einem wesentlich geringeren Teil der Investoren als Ursache für ausbleibende VC-Veranlagungen angegeben als die Betreuungsqualität der bereits ausgewählten Start-up Unternehmen. In den freien Antwortmöglichkeiten gibt es einen Hinweis auf schlechte Konditionen und hohe Gebühren für Bargeldpositionen der VC-Fonds. Der Verweis auf hohe Kosten der Bargeldhaltung in VC-Fonds deutet an, dass potentielle Investoren nicht über die Trennung zwischen zugesagten (kommitierten) und tatsächlich an VC-Fonds überwiesenen Geldbeträgen informiert sind. VC-Fonds rufen bereits zugesagte Mittel erst dann von ihren Geldgebern ab, wenn tatsächlich in die betreffenden Unternehmen investiert wird.

**Abbildung 11: Ursachen für die Ablehnung von Frühphasenfinanzierungen bei institutionellen Investoren <sup>1)</sup>**

**Transparenzeigenschaften von Frühphasenfinanzierungen**



Q: WIFO-Befragung. - Anmerkung: Die Zahl der gültigen Antworten liegt zwischen 13 und 16 Unternehmen. - 1) Institutionelle Investoren ohne Alternative Investments.

Von den institutionellen Gründen wird von den meisten Investoren angegeben, dass sie VC-Fonds nicht in das vorhandene Asset-Liability Managementsystem integrieren können. Angesichts der hohen Ansprüche an das Risikomanagementsystem, die die Aufsichtsbehörden im Zuge der Einführung von Basel II und Solvabilität II an Kreditinstitute und Versicherungsunternehmen stellen, ist dieses Antwortverhalten als besonders kritisch einzuschätzen. Ebenfalls mehr als die Hälfte der Investoren ohne Alternative Investments haben die Meinung, dass ihnen die Vertragsinhalte zwischen Investoren und VC-Fonds und die rechtlichen Rahmenbedingungen nur unzureichend bekannt sind. Für knapp die Hälfte der Finanzintermediäre gibt es rechtliche Beschränkungen für VC Veranlagungen. Die freien Antworten zu dieser Frage konzentrieren sich ebenfalls auf die Frage des Risikomanagements: Basel II, Auflagen des Prüfungsverbands, fehlende Kenntnisse der interne Revision über VC werden als sonstige institutionelle Ursachen für fehlende VC-Investitionen angeführt.

#### **5.4 Der Informationsstand über PE/VC von institutionellen Investoren**

Der allgemeine Informationsstand über Anbieter von PE- bzw. VC-Fonds, die Interessensvertretung der PE- und VC-Fonds (AVCO) bzw. deren Richtlinien bezüglich einer vorbildlichen Corporate Governance von VC-Fonds und über das Garantiesystem für PE-Beteiligungen der Austria Wirtschaftsservice gibt ein Bild über die Vertrautheit österreichischer institutioneller Investoren mit dieser Veranlagungsform und dem wirtschaftspolitischen Fördermechanismus. Für die Auswertung dieser Frage unterscheiden wir zwischen Investoren ohne Alternative Investments, Investoren mit PE aber ohne VC Veranlagung und Investoren mit VC Beteiligungen.

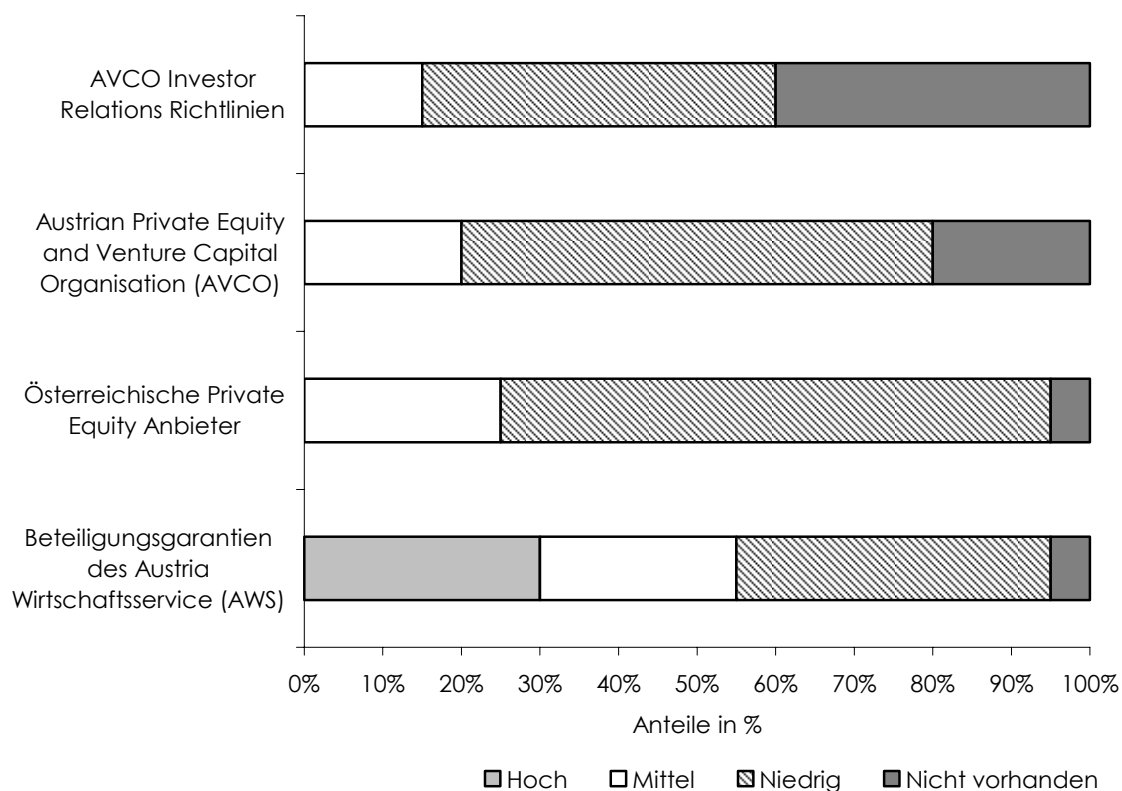
Abbildungen 12, 13 und 14 machen deutlich, dass der Bekanntheitsgrad der AVCO und der AVCO Investor Relations Richtlinien mit der Nähe zum VC-Investment steigt. Abbildung 15 fasst die drei vorhergehenden Abbildungen zusammen und zeigt, dass österreichische institutionelle Investoren ohne Alternative Investments nur über das Garantiesystem einen vergleichsweise hohen Informationsgrad haben. Der österreichische PE- bzw. VC-Markt ist dieser Gruppe hingegen weitgehend unbekannt. Die Beteiligungsgarantien der Austria Wirtschaftsservice sind in der Gruppe der Investoren mit PE- aber ohne VC-Veranlagung weniger bekannt, als in der Gruppe mit VC-Beteiligungen. Der analysierte Informationsstand der unterschiedlichen Investorengruppen lässt darauf schließen, dass bewusstseinsbildende Maßnahmen bisher nicht ausreichend gegriffen haben.

#### **5.5 Die Bedeutung möglicher Maßnahmen zur Stärkung der VC-Investitionen durch institutionelle Investoren**

Im Fragebogen werden den Finanzintermediären auch einige Instrumente zur Förderung der Verbreitung von VC Veranlagungen vorgeschlagen. Dieser Abschnitt enthält die Einschätzungen der Investoren über den möglichen Erfolg dieser Maßnahmen. Wieder wird

### Abbildung 12: Ursachen für die Ablehnung von Frühphasenfinanzierungen bei institutionellen Investoren <sup>1)</sup>

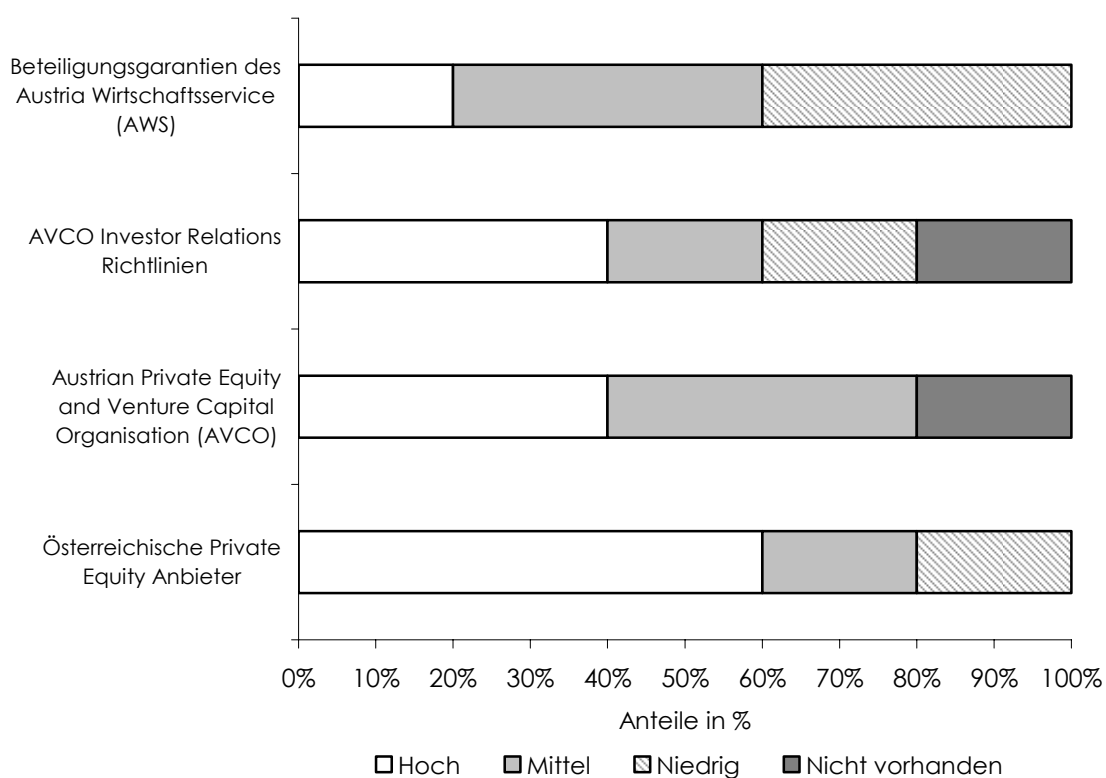
Der Informationsstand über .... ist



Q: WIFO-Befragung. - Anmerkung: Die Zahl der gültigen Antworten beträgt 20 Unternehmen. - 1) Institutionelle Investoren ohne Alternative Investments.

### Abbildung 13: Ursachen für die Ablehnung von Frühphasenfinanzierungen bei institutionellen Investoren <sup>1)</sup>

Der Informationsstand über .... ist

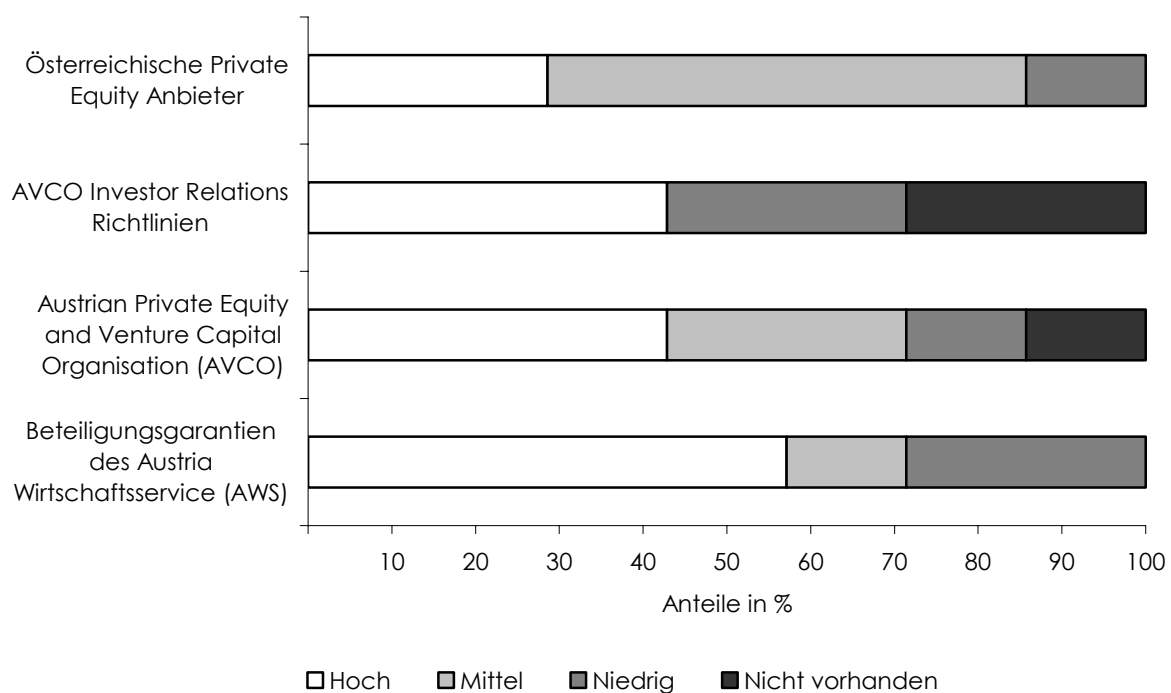


Q: WIFO-Befragung. - Anmerkung: Die Zahl der gültigen Antworten beträgt 5 Unternehmen. - 1) Institutionelle Investoren mit Private Equity Beteiligungen aber ohne Frühphasenfinanzierung.



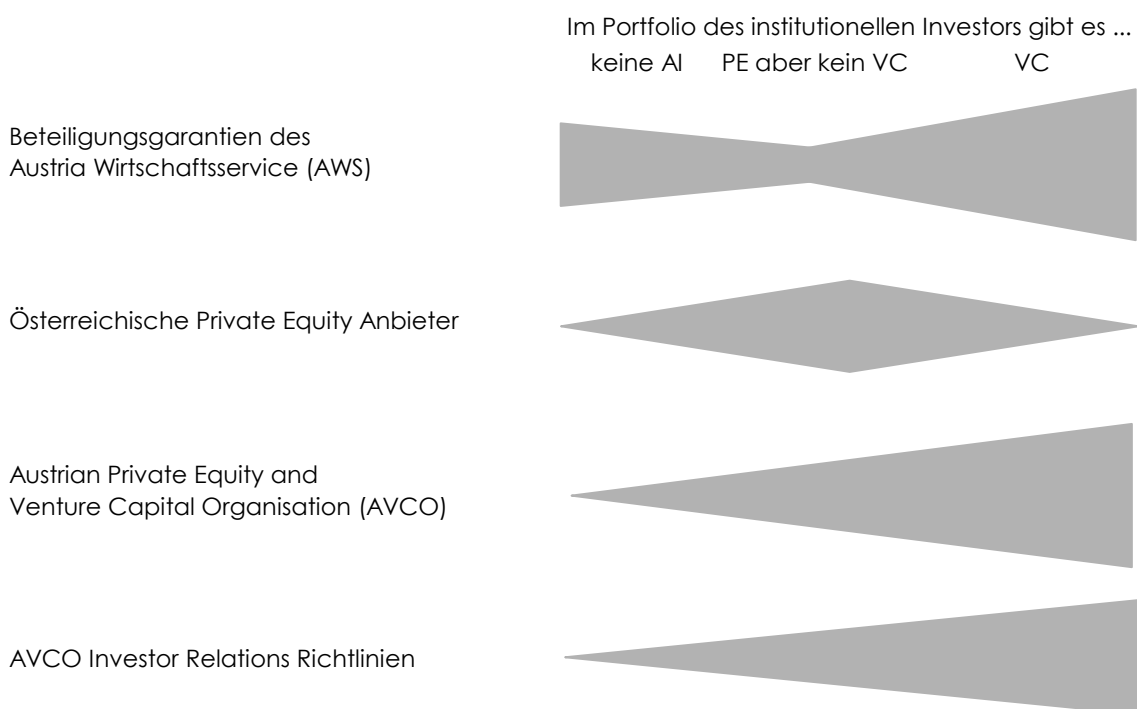
**Abbildung 14: Ursachen für die Ablehnung von Frühphasenfinanzierungen bei institutionellen Investoren <sup>1)</sup>**

**Der Informationsstand über .... ist**



Q: WIFO-Befragung. - Anmerkung: Die Zahl der gültigen Antworten beträgt 7 Unternehmen. - 1) Institutionelle Investoren mit Beteiligungen an Frühphasenfinanzierung.

**Abbildung 15: Ursachen für die Ablehnung von Frühphasenfinanzierungen im Bereich der Information über den österreichischen PE-Markt und die wirtschaftspolitisch relevanter Institutionen nach Investorengruppen**



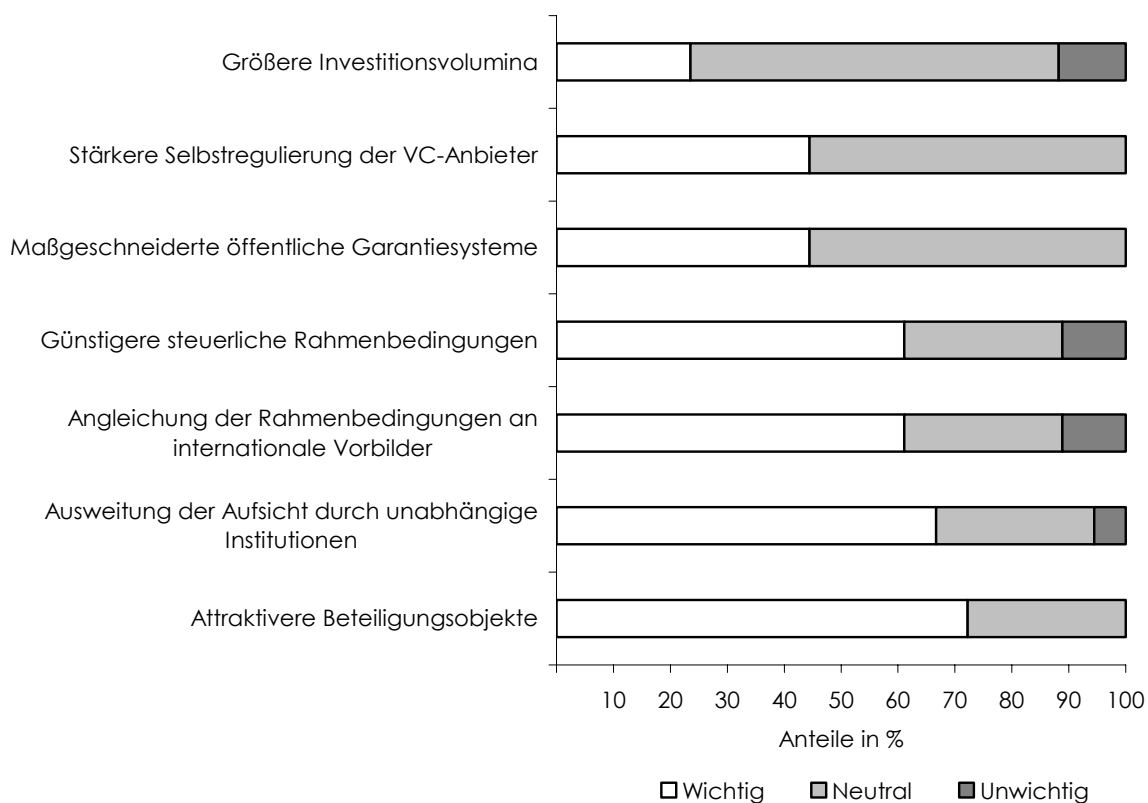
Anmerkung:- Ein dicker Balken zeigt für die betreffende Investorengruppe ein hohes Informationsniveau an, während ein schmaler Balken ein niedriges Informationsniveau darstellt.

eine Trennung in drei Investorengruppen vorgenommen, wobei die Nähe zu Veranlagungen in VC als Trennlinie herangezogen wird.

Die Ergebnisse der Befragung für Investoren ohne Alternative Investments sind in Abbildung 16 zusammengefasst. Für diese Gruppe sind attraktivere Beteiligungsobjekte, die Ausweitung der Aufsicht durch unabhängige Institutionen und die Angleichung der rechtlichen Rahmenbedingungen an internationale Vorbilder besonders wirkungsvoll. Diese drei Punkte sind auch für die Investoren mit einer Beteiligung in PE- aber ohne VC-Engagement am sinnvollsten (Abbildung 17). Nur für die Investoren mit einer VC Beteiligung ändert sich diese Reihung, weil dort die steuerlichen Rahmenbedingungen an erster Stelle angeführt werden und die Ausweitung der Aufsichtstätigkeit überwiegend als unwichtig bis neutral eingeschätzt wird (Abbildung 18). Der Verlauf der Einschätzung über die drei Investorengruppen kann Abbildung 19 entnommen werden.

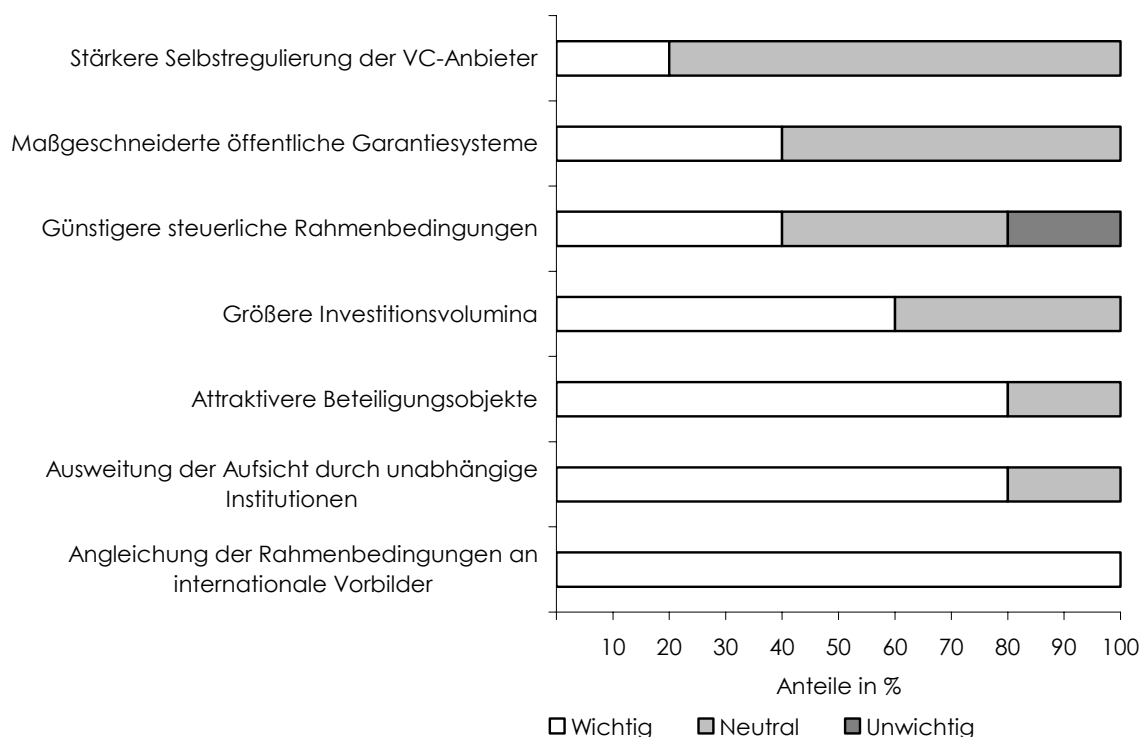
Besonders interessant ist dabei der hohe Stellenwert, den Investoren mit PE-Beteiligungen der Angleichung der Rahmenbedingungen an internationalen Vorbildern beimessen, weil diese Gruppe nicht nur Zugang zu österreichischen PE- bzw. VC-Fonds hat, sondern am gesamten europäischen Markt veranlagen kann. Weiters fällt auf, dass Investoren mit VC Veranlagung die Ausweitung eines maßgeschneiderten öffentlichen Garantiesystems mehrheitlich als einen wichtigen Handlungsbedarf erkennen.

**Abbildung 16: Einschätzung der Bedeutung von Maßnahmen zur Förderung der Attraktivität von Frühphasenfinanzierungen**  
**Institutionelle Investoren ohne Alternative Investments**



Q: WIFO-Befragung. - Anmerkung: Die Zahl der gültigen Antworten liegt zwischen 17 und 18 Unternehmen.

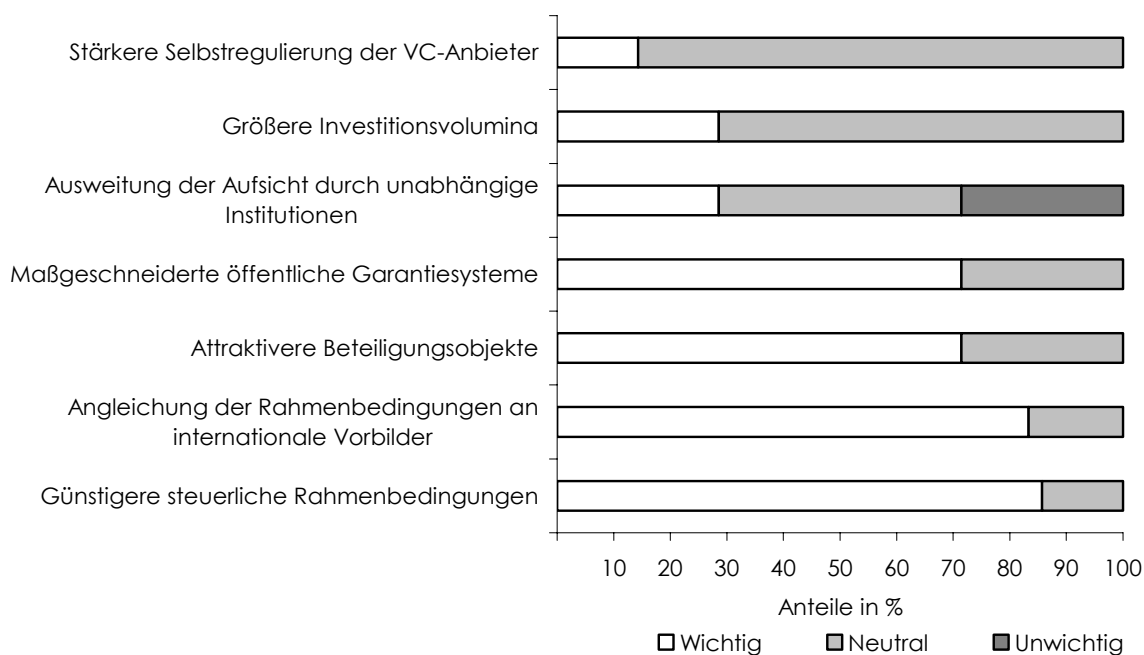
**Abbildung 17: Einschätzung der Bedeutung von Maßnahmen zur Förderung der Attraktivität von Frühphasenfinanzierungen**  
*Institutionelle Investoren mit Private Equity Beteiligungen aber ohne Frühphasenfinanzierung*



Q: WIFO-Befragung. - Anmerkung: Die Zahl der gültigen Antworten beträgt 5 Unternehmen.

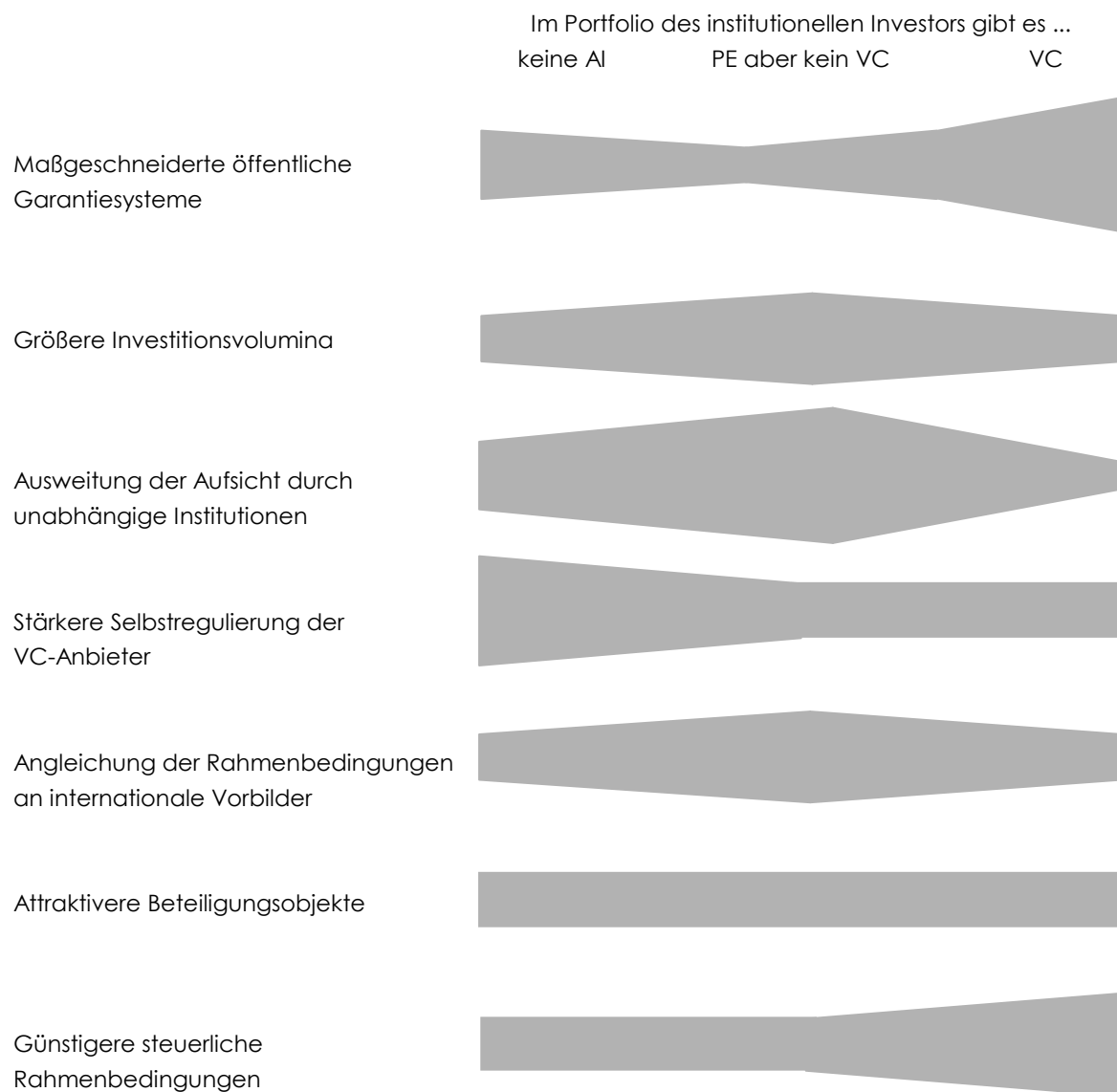
**Abbildung 18: Einschätzung der Bedeutung von Maßnahmen zur Förderung der Attraktivität von Frühphasenfinanzierungen**

*Institutionelle Investoren mit Beteiligungen an Frühphasenfinanzierung*



Anmerkung: Die Zahl der gültigen Antworten liegt zwischen 6 und 7 Unternehmen.

**Abbildung 19: Einschätzung der Bedeutung von Maßnahmen zur Förderung der Attraktivität von Frühphasenfinanzierungen nach Investorengruppen**



Anmerkung: Ein dicker Balken zeigt für die betreffende Investorengruppe eine hohe Wirkung der entsprechenden Maßnahme, während ein schmaler Balken einen geringen Wirkungsgrad darstellt.





## 6. Schlussfolgerungen

In den letzten Jahren erholten sich sowohl Mittelaufbringung als auch Beteiligungserwerb europäischer Private Equity Fonds von der Korrekturphase, die mit der Krise der Aktienmärkte im Jahr 2000 eingeleitet wurde. Die österreichischen Fonds machten diese Entwicklung weitgehend mit und verzeichneten zuletzt ebenfalls ein beeindruckendes Wachstum. Im Gegensatz zum allgemeinen Private Equity Geschäft konnten Frühphasenfinanzierungen in Österreich die internationale Entwicklung nicht mitmachen. Die divergierende Entwicklung zwischen Private Equity Geschäft in Spätphasen und der Frühphasenfinanzierung legt nahe, dass in Österreich spezifische Faktoren den Ausbau von Venture Capital als Finanzierungsform behindern. Diese Studie untersucht angebotsseitige Ursachen für die geringe Dynamik von Wagniskapital in Österreich im Rahmen einer Umfrage unter heimischen Finanzintermediären aus dem Kreditwesen, der Versicherungswirtschaft und den Pensionskassen bzw. Betrieblichen Vorsorgekassen. Die Einschränkung auf diesen Investorenkreis ergibt sich aus einem europäischen Vergleich der Mittelaufbringung von Private Equity Fonds: In Österreich treten Finanzintermediäre wesentlich häufiger als Geldgeber auf.

Die Auswertung der Umfrage bestätigt, dass potentielle institutionelle Investoren Frühphasenfinanzierungen als Anlageform weitgehend ungenutzt lassen. Lediglich ein Achtel der Finanzintermediäre hat bereits in Venture Capital Fonds investiert und von dieser bereits kleinen Gruppe planen nur knapp 15% eine Ausweitung ihrer Aktivitäten im Frühphasenbereich. Die Verteilung der Finanzintermediäre über Größenklassen und Investorgruppen zeigt, dass größere Finanzintermediäre häufiger Private Equity Investitionen tätigen. Innerhalb der Finanzintermediäre investieren eher Versicherungsunternehmen in Private Equity, während Pensionskassen besonders Frühphasenfinanzierungen meiden. Ein Vergleich der Umfrageergebnisse mit einer Auswertung der Garantien für Frühphasenfinanzierungen der Austria Wirtschaftsservice bestätigt dieses Muster. Für Investitionen in Wagniskapital spielt die Größe des Finanzintermediärs keine bestimmende Rolle. Für die Zukunft vermitteln die Umfrageergebnisse ein pessimistisches Bild: Während unter den mit Private Equity und Venture Capital vertrauten Investoren nur ein geringer Anteil an eine Ausweitung der Frühphasenfinanzierung denkt, plant von den bisher nicht in Venture Capital investierten Geldgebern kein einziger den Einstieg in diese Veranlagungsform. Dieses deutlich negative Ergebnis macht die Ursachen für die Ablehnung von Frühphasenfinanzierungen umso interessanter:

- Fehlende gesetzliche Grundlagen für Private Equity Fonds,
- mangelnde Informationen über erwartete Erträge und deren Schwankungsintensität,
- der empirisch nicht gestützte Eindruck einer hohen Korrelation des Ertrags auf Wagniskapital mit der Rendite auf börsennotiertes Kapital und

- mangelnde Transparenz sind neben
- institutionellen Gründen

für die geringe Investitionsneigung ausschlaggebend. Insgesamt gleichen die Ergebnisse der Umfrage unter österreichischen institutionellen Investoren der von *Fleischhauer et al.* (2008) durchgeführten Auswertung einer Umfrage unter deutschen Finanzintermediären. Die schwache vom allgemeinen Marktumfeld abweichende Entwicklung im Bereich Venture Capital dürfte auf die besonders hohe Unsicherheit, die mit dieser Veranlagungsform verbunden ist, zurückzuführen sein. Fehlende Ertragsdaten und mangelnde Transparenz behindern daher Wagniskapital überproportional gegenüber anderen Private Equity Formen. Das Risikoempfinden der Anleger wird durch das Aussetzen öffentlicher Garantien in Österreich mit Ende 2005 verstärkt. Einige wenige der angeführten Hemmnisse können durch gezielte Informationen an Investoren beseitigt werden; die meisten verlangen hingegen ein engagiertes wirtschaftspolitisches Eingreifen.

Österreich benötigt nach dem Auslaufen der Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft als Gesellschaftsform für Fonds ein eigenständiges und international **wettbewerbsfähiges Private Equity Gesetz** zum Erhalt und Ausbau der Unternehmensfinanzierung über Private Equity im Allgemeinen bzw. Venture Capital im Speziellen. Weitere Verzögerungen in der Umsetzung des Private Equity Gesetzes zwingen in Österreich tätige Fonds zu aufwendigen Ersatzkonstruktionen mit Stammsitz im Ausland, z. B. Luxemburg.

Die gesetzlichen Rahmenbedingungen für die Veranlagung von Finanzintermediäre sind eine weitere mehrheitlich angeführte Ursache für den geringen Umfang an Frühphasenfinanzierungen. Dieses Ergebnis deckt sich mit Erfahrungen aus den USA, wo erst durch die Klarstellung der Aufsichtsbehörde über die Zulässigkeit von Venture Capital für Pensionsfonds ein Aufschwung dieser Veranlagungsform stattfand. In Österreich sind die Möglichkeiten für Venture Capital Investitionen vor allem für Lebensversicherungen durch **gesetzliche Veranlagungsvorschriften** eingeschränkt. Eine Lockerung der strengen Vorgaben über die kurzfristige Veräußerbarkeit nicht börsennotierter Anlagen könnte in dieser Investorengruppe eine Ausweitung der Frühphasenfinanzierung bewirken.

Die gesetzliche Lage ist für Pensionskassen eindeutig besser und würde dort Frühphasenfinanzierungen ermöglichen, jedoch können Pensionskassen aus treuhändischen Gründen derzeit keine Frühphaseninvestitionen tätigen. Da die Kapitalverwaltung zumeist gemeinsam für Anwartschafts- und Leistungsberechtigte in einer Veranlagungs- und Risikogemeinschaft erfolgt, würde eine anhaltende Periode mit niedriger Kapitalverzinsung oder sogar Kapitalverlusten gemeinsam mit einem vorgegebenen Rechenzinssatz von mindestens 3,5% Pensionskürzungen erfordern. Solange die Schwankungsreserven niedrig sind, gibt es auch keinen Puffer für solche Ertragschwankungen. Erst eine forcierte **Trennung der Veranlagungs- und Risikogemeinschaften nach dem Lebenszykluskonzept** oder eine ausreichend ausgebaute Schwankungsreserve ermöglichen in dieser Investorengruppe Veranlagungen mit längeren Perioden ohne Kapitalertrag.

Die meisten Finanzintermediäre gaben mangelnde Möglichkeiten zur Streuung von Investitionen in Venture Capital Fonds als Hemmnis für Frühphasenfinanzierungen an. **Größere Fondsvolumina** würden daher ein entscheidendes Kriterium für eine höhere Akzeptanz von Venture Capital Fonds sein, weil bereits innerhalb eines Fonds der Risikoausgleich über Start-up Unternehmen vergrößert werden kann. Falls der Aufbau größerer Fonds in Österreich nicht möglich ist, könnte die Einrichtung von Dachfonds institutionellen Investoren die notwendige Streuung ermöglichen. Dachfonds haben jedoch den Nachteil zusätzlicher Transaktionskosten und führen eine weitere Ebene zwischen Geldgebern und Unternehmen ein, die die bereits bestehenden Probleme der asymmetrischen Information verstärkt.

Die Streuung über mehrere Projekte ist ein Mittel zur Absicherung gegen Kapitalverluste in einem Umfeld, dessen Ertragschancen vor allem auf der hohen Schwankungsbreite der Kapitalerträge beruht. Falls die Größe der heimischen Fonds unzureichend ist und keine Dachfonds zur Verfügung stehen, können **öffentliche Garantieinstrumente** einen Ersatz bilden. Die vorläufige Beendigung des öffentlichen Garantiesystems für Private Equity Investitionen mit Jahresende 2005 ist aus Sicht der hier vorgestellten Befragungsergebnisse für Frühphasenfinanzierungen besonders negativ zu bewerten. Die niedrige Risikobereitschaft potentieller institutioneller Investoren ist ein bedeutender Faktor zur Dämpfung von Frühphasenfinanzierungen. Garantien können in der Anlaufphase von Venture Capital Fonds eine entscheidende Rolle spielen, weil sie die finanziellen Folgen der asymmetrischen Informationslage zwischen Geldgebern und Venture Capital Fondsmanagern mildern. Solange die Laufzeit der Fonds noch zu kurz für eine statistisch abgesicherte Erwartungsbildung über deren Renditen bzw. Schwankungsintensität ist, bieten Garantien ein wichtiges Absicherungsinstrument. Die bestehende Unsicherheit für Investoren wird durch ex-ante nicht subventionierte Versicherungssysteme bis auf den notwendigen Selbstbehalt auf die öffentliche Hand übertragen. Diese kann sowohl über Beteiligungsprojekte (Garantieprämie) als auch über die Zeit (Budgetdefizit) eine breite Streuung der Risiken erzielen, die für private Anbieter nicht erreichbar ist.

Zusätzlich zur schlechten Informationslage über Ertragskennziffern bemängeln Finanzintermediäre die Transparenz der Venture Capital Fonds. Die Betreuungsqualität für Start-up Unternehmen, der erfolgreiche Ausstieg aus Start-up Unternehmen und das Portfolio der betreuten Unternehmen sind außenstehenden Investoren großteils unbekannt. Insgesamt ist der Mehrheit der institutionellen Investoren die laufende Beobachtung der Venture Capital Fonds (Monitoring) zu aufwendig. Die große Bedeutung der Transparenz für Finanzintermediäre ist auch daraus ersichtlich, dass alle im Fragebogen vorgegebenen möglichen Ursachen für mangelnde Transparenz von zumindest mehr als der Hälfte bestätigt wurden. Der Wissensstand über **Möglichkeiten zur Informationsbeschaffung**, die **Selbstregulierung** der Venture Capital Fonds im Rahmen freiwilliger Corporate Governance Vorgaben und die **Reporting Standards** der Austria Wirtschaftsservice ist für institutionelle Investoren mit Private Equity bzw. Frühphasenbeteiligungen etwas besser; für die nicht in Private Equity veranlagten Investoren liegt der Wissensstand jedoch unter der

Wahrnehmungsgrenze. Stärkere Selbstregulierung und die Ausweitung der Finanzaufsicht auf diesen Bereich wird von den zurzeit noch nicht in dieser Veranlagungsform aktiven Investoren als bedeutende Maßnahme verstanden. Hingegen stufen die bereits in Venture Capital veranlagten Investoren diese beiden Aspekte als weniger wichtig ein. Die gruppenspezifisch divergierende Haltung deutet auf einen Optimierungsbedarf in der Kommunikation vorhandener und offensichtlich funktionierender Selbstregulierungs- und Aufsichtsmechanismen hin.

Die fehlende Information über Ertragskennzahlen österreichischer Venture Capital Fonds ist durch deren kurze bisherige Lebensdauer bedingt. Venture Capital Fonds versuchen ihre Beteiligungen zu finanziell möglichst lukrativen Bedingungen abzugeben und benötigen dafür eine gewisse Halteperiode. Junge Fonds verfügen kaum über erfolgreiche Veräußerungen von Beteiligungen und können daher nicht die tatsächliche Rendite ihrer Investitionen ermitteln. Erst mit dem Abschichten wird eine Beteiligung zum Markt- oder Verkaufspreis bewertet. Vor dem Verkaufszeitpunkt müssen Beteiligungen entweder mit dem Buchwert oder zum Fair-Value bewertet werden. Beide Konzepte bilden die Erträge von Frühphasenfinanzierungsfonds nicht oder nur unzureichend ab. Selbst für etablierte Venture Capital Fonds kann die ausgewiesene Rendite für abgeschichtete Beteiligungen nur ein Signal für die Qualität des in der Vergangenheit aktiven Managements sein. Rückschlüsse auf die erwartete Rendite sind daraus nur bedingt möglich, weil z. B. ein Wechsel des Fondsmanagements den Zusammenhang zwischen vergangenen und zukünftig zu erwartenden Renditen deutlich abschwächen könnte.

Von den institutionellen Hindernissen für Venture Capital Investitionen wird vor allem auf die mangelnde Möglichkeit zur Integration dieser Veranlagungsform in das bestehende Asset-Liability Management der Finanzintermediäre verwiesen. Diese Kritik steht im Einklang mit dem Mangel an historischen Renditekennzahlen, sie dürfte aber auch durch die Einführung von Basel II in der Kreditwirtschaft bzw. Solvabilität II in der Versicherungswirtschaft begründet sein. Beide Initiativen verlangen von den Investoren den Aufbau von Risikomanagementsystemen, mit denen die Höhe des zu hinterlegenden Eigenkapitals bestimmt wird. Venture Capital Investitionen müssen in solche Systeme integrierbar sein. Daher besteht für Venture Capital Fonds die Notwendigkeit zur **Publikation historischer Ertrags- und Risikokennzahlen für den österreichischen Markt**. Die Interessensvertretung österreichischer Private Equity Fonds (AVCO) könnte in dieser Situation aggregierte Daten für österreichische Fonds bereitstellen. Unter Umständen kann auch die Oesterreichische Kontrollbank als unabhängige Institution, ähnlich wie für die Pensionskassen, ein Modell zur Berechnung der Renditen entwickeln. Falls die österreichischen Fonds noch zu kurze Tätigkeitszeiträume aufweisen und daher Renditen nicht sinnvoll berechnet werden können, würde das Angebot von Renditedaten für Europa oder europäische Teilmärkte zumindest eine Unterstützung für Investoren bieten.

## 7. Literaturhinweise

- Austria Private Equity und Venture Capital Organisation, Investors Relation Richtlinien, Wien, 2005.
- Brandner, P., Jud, T., Kofler, G., Polster-Grüll, B., "Private Equity und Venture Capital: Anforderungen an eine neue Fondsstruktur für den österreichischen Risikokapitalmarkt", Österreichisches Bankarchiv, 2007, (5), S. 365-377.
- Cochrane, J. H., "The Risk and Return of Venture Capital", Journal of Financial Economics, 2005, 75, S. 2-52.
- Engel, D., "Höheres Beschäftigungswachstum durch Venture Capital", Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 2003, 223(1), S. 1-22.
- Engel, D., Keilbach, M., "Firm Level Implication of Early Stage Venture Capital Investment – An Empirical Investigation", ZEW Discussion Paper, 2002, (02-82), Mannheim.
- European Venture Capital Association (EVCA), Yearbook 2007, Brüssel, 2007.
- Fleischhauer, U., Hoyer, G. A., Kaluza, A., Das Anlageverhalten Institutioneller Investoren aus Deutschland in Venture Capital, Fleischhauer, Hoyer und Partner, München, 2008.
- Gloden, A., Jud, T., Peneder, M., Empirische Untersuchungen und Ergebnisse zur Wirkung von Private Equity und Venture Capital auf die Unternehmensentwicklung, Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Arbeit, Wien, 2004.
- Gompers, P. A., Kovner, A., Lerner, J., Scharfstein, D., "Venture Capital Investment Cycles: The Impact of Public Markets", Journal of Financial Economics, 2008, 87, S. 1-23.
- Gompers, P. A., Lerner, J., "What Drives Venture Capital Fundraising?", Brookings Papers: Microeconomics, 1998, S. 149-192.
- Grabherr, O., "Finanzierungen mit PE und VC", in Kofler, G., Polster-Grüll, B. (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital, Linde Verlag, Wien, 2006, S. 219-264.
- Jones, C., Rhodes-Kropf, M., "The Price of Diversifiable Risk in Venture Capital and Private Equity", Working Paper Columbia University, New York, 2003.
- Kaplan, S. N., Schoar, A., "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows", Journal of Finance, 2005, 60(4), S. 1791-1823.
- Kaplan, S. N., Strömberg, P., "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts", Review of Economic Studies, 2003, 70, S. 281-315.
- Keuschnigg, C., "Venture Capital Backed Growth", Journal of Economic Growth, 2004, 9(2), S. 239-261.
- Kortum, S., Lerner, J., "Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation", The Rand Journal of Economics, 2000, 31(4), S. 674-692.
- Ljungqvist, A., Richardson, M., "The Cash Flow, Return, and Risk Characteristics of Private Equity", National Bureau of Economic Research, Working Paper, 2003, (9454), Cambridge MA.
- Mohnen, P. F. C., Palm, Schim van der Loeff, S., Tiwari, A., "Financial Constraints and Other Obstacles: Are They a Threat to Innovation Activity?", CESifo Working Paper, 2008, (2204), München.
- Peneder, M., "Venture Capital: Ergebnisse Internationaler Wirkungsanalysen", WIFO-Monatsberichte, 2006, 79(3), S. 161-172.
- Peneder, M., Jud, T., Schwarz, G., Der Einfluss von Private Equity (PE) und Venture Capital (VC) auf Wachstum und Innovationsleistung österreichischer Unternehmen, Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit, Wien, 2006.
- Peneder, M., Schwarz, G., Die Wirkung von Private Equity und Venture Capital auf Innovation und Wachstum von Unternehmen, WIFO-Studie, Wien, 2007.
- Peng, L., Building a Venture Capital Index, University of Cincinnati, 2001, mimeo.

Sirri, E. R., Tuffano, P., "Costly Search and Mutual Fund Flows, *Journal of Finance*", 1998, 53, S. 1589-1622.

Tirole, J., *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton NJ, 2006.

Tykvova, T., "Venture Capital in Germany and its Impact on Innovation", Vortrag anlässlich der EFMA Conference 2000 in Athen, 2000.

© 2008 Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

Medieninhaber (Verleger), Herausgeber und Hersteller: Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung,  
Wien 3, Arsenal, Objekt 20 • Postanschrift: A-1103 Wien, Postfach 91 • Tel. (+43 1) 798 26 01-0 •  
Fax (+43 1) 798 93 86 • <http://www.wifo.ac.at/> • Verlags- und Herstellungsort: Wien

Verkaufspreis: 40,00 € • Kostenloser Download:

[http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=32579&typeid=8&display\\_mode=2](http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=32579&typeid=8&display_mode=2)