

Jürgen Marchart, Thomas Url

Geringe Mittelaufbringung für die Frühphasenfinanzierung

Ursachen und Maßnahmen

Die Finanzierung von Unternehmensgründungen wird durch unvollständige Information über die Qualifikation und Einsatzbereitschaft der Jungunternehmerinnen und Jungunternehmer sowie durch den geringen Bestand an belehnbaren Sachwerten erschwert. Frühphasenfinanzierungen umgehen diese Hürde durch die Einbindung von Venture-Capital-Fonds in das Management des Unternehmens. Der österreichische Venture-Capital-Markt ist vergleichsweise klein und stagnierte in den letzten Jahren. Die Ergebnisse einer aktuellen Umfrage unter Finanzintermediären verbessern das Verständnis der Ursachen und bieten Ansatzpunkte für wirtschaftspolitische Maßnahmen, insbesondere in den Bereichen Informationsbereitstellung, Streuungsmöglichkeiten und Kapitalgarantien für Beteiligungen und Veranlagungsvorschriften für Finanzintermediäre.

Der vorliegende Beitrag basiert auf einer Studie von WIFO und AVCO im Auftrag von *austria wirtschaftsservice gesellschaft mbH* und dem Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit: Jürgen Marchart, Thomas Url, Hemmnisse für die Finanzierung von Frühphasen- oder Venture-Capital-Fonds in Österreich (63 Seiten, 40 €, kostenloser Download: http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=32579&typeid=8&display_mode=2) • Begutachtung: Peter Brandner, Michael Peneder • Wissenschaftliche Assistenz: Ursula Glauninger • E-Mail-Adressen: Thomas.Url@wifo.ac.at, Ursula.Glauninger@wifo.ac.at

Klein- und Mittelbetriebe mit hohem Wachstumspotential haben oft Probleme, ihre Expansionspläne zu finanzieren. Ihre Kraft zur Eigenfinanzierung aus dem Cash-Flow ist in der Gründungs- und Wachstumsphase unzureichend, und die Möglichkeiten für eine ausreichende Außenfinanzierung sind gering. Der Finanzierungseingpass ist für Unternehmen besonders groß, wenn der Unternehmenswert weitgehend durch die Geschäftsidee, das Marktpotential oder den Einsatz des Unternehmers bzw. der Unternehmerin bestimmt wird, aber nur wenige leicht verwertbare Sachwerte zur Belehnung zur Verfügung stehen. Besonders hinderlich sind Finanzierungshürden für junge innovative Unternehmen, in denen nach der Gründung eine Phase der Produktentwicklung ohne regelmäßigen Einnahmenstrom folgt. In solchen Fällen muss das Unternehmen die anfallenden Entwicklungskosten durch Eigenkapital vorfinanzieren, das entweder vom Unternehmer bzw. der Unternehmerin selbst oder von risikobereiten Investoren bereitgestellt wird.

Die hohe Unsicherheit über den Unternehmenserfolg und die unvollständige Information über Qualifikation und Einsatzbereitschaft der Unternehmensleitung eines Start-ups erfordern in solchen Fällen besondere Finanzierungsformen, die risikobereite Investoren stärker in die Unternehmensführung einbinden. Die direkte Beteiligung von Investoren an der Unternehmensleitung ist jedoch zeitaufwendig und stellt an sie besondere Anforderungen (Gompers – Lerner, 1998).

Ein bestimmter Typ von Finanzintermediären hat sich auf diese Anforderungen spezialisiert und nimmt damit eine Vermittlerrolle zwischen reinen Finanzinvestoren und Unternehmern ein. Diese Finanzintermediäre verbinden die Aufbringung der Mittel für risikoreiche Investitionen mit der notwendigen intensiven Betreuung des Unternehmens. Solche Finanzintermediäre stellen Risikokapital (Wagniskapital bzw. Venture Capital) zur Verfügung – eine Finanzierungsform, die auch als Frühphasenfinanzierung bezeichnet wird. Sie sind als eigenständige Gesellschaften organisiert. Solche Venture-Capital-Fonds sammeln Investitionsmittel privater und institutioneller In-

vestoren und veranlagen sie in Unternehmensbeteiligungen. Im Gegensatz zu einer herkömmlichen Bankenfinanzierung erwerben sie direkte Unternehmensbeteiligungen (Eigenkapital). Das Fondsmanagement gewährleistet einen intensiven Informationsaustausch zwischen Unternehmensleitung und Investoren, erhält umfangreiche Kontrollrechte und beseitigt damit die Informationsasymmetrien.

Im Rahmen eines strukturierten Selektionsprozesses konzentrieren Venture-Capital-Fonds ihre Beteiligungen auf Unternehmen mit besonders hohem Wachstumspotential und streben mittelfristig wieder den Ausstieg aus dem Unternehmen an. Sie sind daher im Gegensatz zu anderen Formen der strategischen Unternehmensbeteiligung (z. B. Holding, stille Beteiligung) stark auf die Wertsteigerung des Unternehmens während der Halteperiode ausgerichtet.

Theoretische Modelle und empirische Untersuchungen bestätigen die entscheidende Rolle von Wagniskapital für die Finanzierung von Innovations- und Internationalisierungsprojekten.

Die Bereitstellung von Risikokapital in Form einer Venture-Capital-Beteiligung füllt eine Lücke, die herkömmliche Formen der Unternehmensfinanzierung nicht abdecken können. Der Frühphasenfinanzierung kommt eine entscheidende Rolle zur Umsetzung von Innovations- und Internationalisierungsprojekten und zum Unternehmenswachstum zu. Sie erleichtert daher auch den allgemeinen Strukturwandel in der Gesamtwirtschaft. Ohne diese spezielle Form des Wagniskapitals würden viele erfolgversprechende Projekte mangels Finanzierungsmöglichkeiten nicht realisiert. Die positive Wechselwirkung zwischen innovationsgetriebenem Wachstum und der Verfügbarkeit von Venture Capital kann in theoretischen Modellen nachgewiesen werden, die die besondere Beziehung zwischen Jungunternehmern und erfahrenen Beteiligungsmanagern berücksichtigen (Keuschnigg, 2004). Etliche internationale empirische Untersuchungen¹⁾ bestätigen den positiven Zusammenhang.

Wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen in Österreich

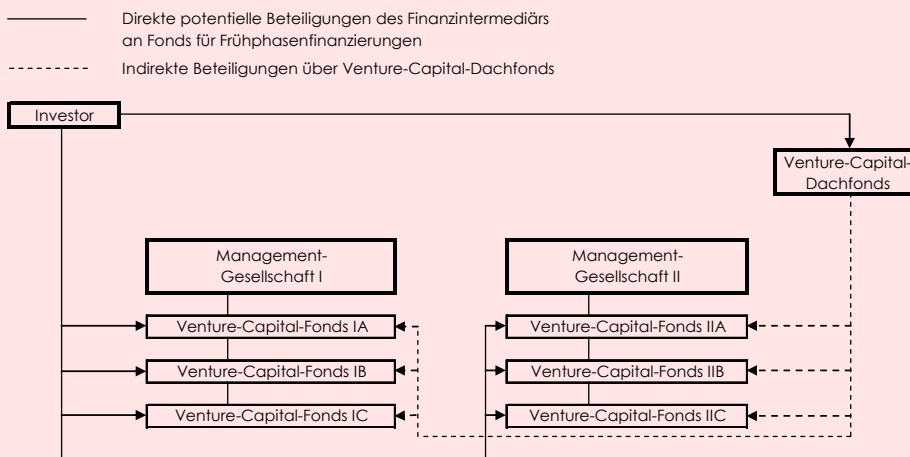
Die österreichische Wirtschaftspolitik legte die rechtlichen Rahmenbedingungen zur Nutzung der günstigen Wechselwirkung zwischen Risikokapital und innovationsgetriebenem Wirtschaftswachstum mit der Steuerreform 1994 in Form der Mittelstandsfinanzierungs-AG fest (MiFiG, § 5 Z 14 i.V.m. § 6b KStG). Umfangreiche Steuerbefreiungen machten diese bis Ende 2007 zur dominierenden Organisationsform für Venture-Capital-Fonds in Österreich, obwohl einige Eigenschaften der MiFiG den Anforderungen des Beteiligungs- und Finanzierungsgeschäftes nicht entsprachen (Hofmann – Kofler, 2003). Venture-Capital-Fonds dienen als Abrechnungseinheit zwischen Investoren und Management-Gesellschaften. Für jeden Fonds werden im Vorhinein die Investitionsstrategie, das Finanzierungsvolumen und die Laufzeit festgelegt. Der Finanzierungsfluss von den Investoren zu den Venture-Capital-Fonds ist in Abbildung 1 schematisch dargestellt. Eine Management-Gesellschaft kann gleichzeitig mehrere Venture-Capital-Fonds betreuen (Venture-Capital-Fonds A, B und C in Abbildung 1). Investoren können sich an beliebigen Fonds direkt beteiligen oder eine indirekte Veranlagung über Venture-Capital-Dachfonds tätigen, die ihrerseits in Venture-Capital-Fonds investieren.

Kapitalgarantien für Wagniskapital senken das Verlustrisiko für Investoren und unterstützen in der Aufbauphase der Unternehmen die Mitelaufbringung. 2005 wurde die staatliche Garantievergabe für Wagniskapital eingestellt.

Zur Unterstützung risikoreicher Investitionen in der Unternehmensfrühphase wurden ab 1996 staatliche Kapitalgarantien für Investitionen in Venture-Capital-Fonds vergeben. Sie wurden gegen Zahlung einer versicherungsmathematisch berechneten Prämie von der Austria Wirtschaftsservice GmbH (AWS) abgewickelt und ermöglichte bei Investitionen in Risikokapital den weitgehenden Ausschluss des Verlustrisikos. Die Beteiligungsgarantien öffneten den Venture-Capital-Markt auch für Investoren, die durch gesetzliche Veranlagungsvorschriften zu einer risikoärmeren Vermögensveranlagung verpflichtet waren. Die Garantievergabe wurde mit Jahresende 2005 eingestellt. Seither wird das Garantieprogramm einer Bewertung unterzogen.

¹⁾ Etwa Engel (2003), Engel – Keilbach (2002), Gloden – Jud – Peneder (2004), Kortum – Lerner (2000), Schertler (2007) oder Tykvova (2000); siehe auch die Zusammenfassung dieser Untersuchungen von Peneder, 2006; für Österreich Peneder – Schwarz (2007, 2008).

Abbildung 1: Die Beziehung zwischen Finanzintermediären, Management-Gesellschaften und Venture-Capital-Fonds



Zurzeit befinden sich die gesetzlichen Rahmenbedingungen für Venture-Capital-Fonds in Österreich im Umbruch. Die Europäische Kommission erkannte in den MiFiG-Bestimmungen unerlaubte Elemente staatlicher Beihilfe; das Gesetz lief deshalb Ende 2007 aus. Das Bundesministerium für Finanzen legte im September 2007 einen den "Leitlinien der Gemeinschaft für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikokapitalinvestitionen in kleine und mittlere Unternehmen" folgenden Gesetzesentwurf vor (MiFiG-Gesetz 2007), gegen den die Europäische Kommission keinen Einwand erhob und der Anfang Juni 2008 in Kraft trat. Das neue Gesetz ist kein Ersatz für die bisherigen Bestimmungen, weil es die Beteiligungsmöglichkeiten aus beihilferechtlichen Gründen deutlich einschränkt: So darf das innerhalb von zwölf Monaten in ein Unternehmen investierte Kapital 1,5 Mio. € nicht überschreiten, das Unternehmen muss sich in einer EU-Förderzone befinden; die Investition in Unternehmen, die sich in wirtschaftlichen Schwierigkeiten befinden, ist untersagt, und die Berichtspflichten der "MiFiG neu" wurden ausgeweitet.

Diese Einschränkungen dürften die Neugründung von Mittelstandsfinanzierungsgesellschaften unterbinden und den Mittelzufluss in den österreichischen Venture-Capital-Markt deutlich reduzieren. Auch bestehende Finanzierungsgesellschaften sind durch die Übergangsbedingungen gefährdet, weil bereits zugesagtes, aber noch nicht in die Fonds eingezahltes Kapital nach den Regeln des MiFiG-Gesetzes 2007 investiert werden muss.

Zur Bereinigung der ungünstigen rechtlichen Lage schlagen *Brandner et al.* (2007) eine eigenständige Rechtsform für Private-Equity²⁾ und Venture-Capital-Fonds vor (Wagnis- und Risikokapitalgesellschaft). Ein aktueller Gesetzesentwurf des Bundesministeriums für Finanzen (Kapitalmarktstärkungs- und Innovationsgesetz – KMSiG 2008) folgt anderen Überlegungen für ein eigenständiges Private-Equity-Gesetz und definiert die "Investmentgesellschaft" (IG). Dieser Entwurf nähert sich in gesellschafts- und steuerrechtlicher Hinsicht der luxemburgischen SICAR (Société d'investissement en Capital à Risque) an, weist aber einige in den Stellungnahmen angeführte Nachteile auf³⁾. So würden die im KMSiG 2008 vorgeschlagenen Veröffentlichungs- bzw. Verwaltungsvorschriften die Transaktionskosten für Venture-Capital-Fonds erhöhen und schützenswerte Interessen der Beteiligungsunternehmen verletzen. Dadurch sinkt die Attraktivität der Investmentgesellschaft als Rechtsform für Venture-Capital-Fonds. Sollte das KMSiG 2008 unverändert in Kraft treten, werden österreichische Venture-Capital-Fonds aufwendige rechtliche Ausweichkonstruktionen oder Fondsstrukturen mit ausländischem Sitz vorziehen.

Die rechtlichen Rahmenbedingungen für Venture-Capital-Fonds befinden sich zurzeit im Umbruch. Anfang Juni 2008 trat das MiFiG-Gesetz 2007 in Kraft. Es schränkt aber die Beteiligungsmöglichkeiten aus beihilferechtlichen Gründen stark ein und erschwert damit die Neugründung österreichischer Venture-Capital-Fonds.

Ein aktueller Entwurf des Finanzministeriums für ein eigenständiges Private-Equity-Gesetz nähert sich dem luxemburgischen Modell an. Die darin enthaltenen Vorschriften zur Gestaltung der Fondsverwaltung und die Veröffentlichungspflichten senken jedoch die Attraktivität erheblich.

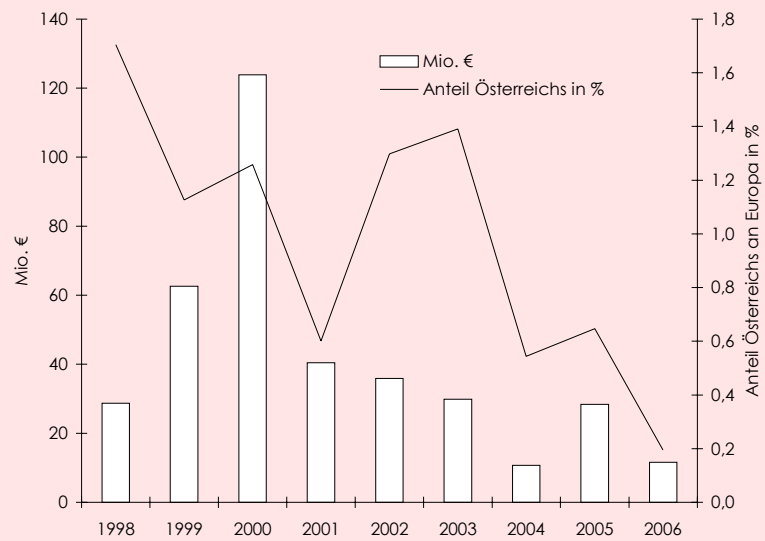
²⁾ Als Private Equity bezeichnet die European Venture Capital Association (EVCA) Unternehmensbeteiligungen (Eigenkapital bzw. eigenkapitalähnliche Finanzierungen), die nicht im öffentlichen Handel auf einem Aktienmarkt stehen.

³⁾ Der Gesetzesentwurf und die Stellungnahmen dazu sind auf der Homepage des Parlaments verfügbar: http://www.parlament.gv.at/PG/DE/XXIII/ME/ME_00207/pmh.shtml.

Gerings Markt- volumen in Österreich

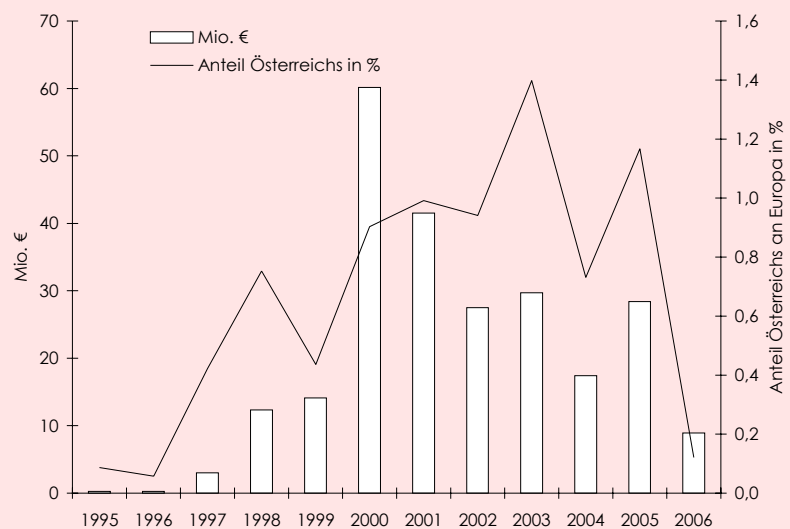
Der Markt für Venture Capital ist in Österreich im europäischen Vergleich klein (Abbildungen 2 und 3). Während in Europa Mittel im Ausmaß von 0,05% des nominellen Bruttoinlandsproduktes in Venture-Capital-Fonds fließen (2006), beträgt dieser Anteil in Österreich nur 0,005%. Nach einem Höhepunkt im Jahr 2000 wurde dieses Finanzierungssegment stark von der Konkurswelle der Software- und Technologieunternehmen getroffen. Damit ging eine Phase der Konsolidierung europäischer Venture-Capital-Fonds einher, die 2004 ihren Tiefpunkt erreichte. Auf europäischer Ebene nahmen seither sowohl die Mittelaufbringung als auch die Investitionen wieder deutlich zu. In Österreich koppelte sich die Entwicklung jedoch in den letzten Jahren vom europäischen Durchschnitt ab (Abbildungen 2 und 3): Während die Mittelaufbringung der Venture-Capital-Fonds in Europa wieder stark zunahm und die Investitionen sogar das Höchstniveau des Jahres 2000 übertrafen, stagniert der Markt in Österreich auf niedrigem Niveau. Dementsprechend sinkt der Anteil österreichischer Venture-Capital-Fonds am europäischen Gesamtmarkt.

Abbildung 2: Fundraising von Venture-Capital-Fonds in Österreich



Q: EVCA Yearbooks. Venture Capital: Early Stage.

Abbildung 3: Investitionstätigkeit von Venture-Capital-Fonds in Österreich



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

Seit 2007 stehen für Europa Daten nach dem Land des Zielunternehmens zur Verfügung. Für Frühphasenfinanzierungen ist demnach der Unterschied zwischen der Mittelaufbringung in Österreich (48 Mio. €) und den Beteiligungen an österreichischen Unternehmensgründungen (93 Mio. €) gering.

Neben den allgemein schwierigen Bedingungen für die Venture-Capital-Finanzierung dürften in Österreich besondere Faktoren sowohl die Mittelaufbringung als auch die Investitionen im europäischen Vergleich dämpfen. Aus wirtschaftspolitischer Sicht ist diese Tendenz bedenklich, weil ein florierender Markt für Wagniskapital Voraussetzung für ein höheres innovationsgetriebenes Wirtschaftswachstum ist. Ein besseres Verständnis der Ursachen dieser Divergenz bietet daher für die österreichische Wirtschaftspolitik Ansatzpunkte zur Steigerung der wirtschaftlichen Dynamik.

Eine Untersuchung des Venture-Capital-Marktes der USA gibt erste Hinweise auf mögliche Hemmnisse für die Mittelaufbringung von Venture-Capital-Fonds. Nach Gompers – Lerner (1998) haben die folgenden Faktoren signifikanten Einfluss auf die Mittelaufbringung zur Frühphasenfinanzierung:

- Änderungen der Veranlagungsrichtlinien von Pensionsfonds,
- Änderungen der Besteuerung des Vermögenszuwachses,
- das Ausmaß an Forschungs- und Entwicklungsausgaben und
- die fondsspezifische für die Vergangenheit ausgewiesene Rendite bzw. die Reputation des Fonds.

Eine der wichtigsten Maßnahmen zur Forcierung der Mittelaufbringung in den USA war die Klarstellung durch die Aufsichtsbehörde für Pensionsfonds, dass Pensionsfonds Investitionen in Frühphasenfinanzierungen tätigen können, ohne die Veranlagungsvorschriften zu verletzen. In der Folge stieg das Investitionsvolumen von Pensionsfonds kräftig. Ein weiterer bedeutender Faktor für die Mittelaufbringung eines Venture-Capital-Fonds in den USA ist dessen ausgewiesene Veranlagungsrendite bzw. seine Reputation. Hohe veröffentlichte Renditen aus vergangenen Investitionen bewirken größere Mittelzuflüsse und haben einen selbstverstärkenden Effekt. Ältere Venture-Capital-Fonds können eine längere Ertragsgeschichte vorweisen und haben dadurch einen Vorteil in der Mittelbeschaffung (Kaplan – Schoar, 2005, Gompers et al., 2008).

Wie die Analysen des Marktes für Wagniskapital in den USA zeigen, kann eine Klarstellung bzw. Lockerung der Veranlagungsvorschriften für institutionelle Anleger ein verstärktes Engagement dieses Sektors nach sich ziehen. Darüber hinaus könnte auch ein Informationsdefizit der Investoren über die erwartete Rendite und die Qualität des Fondsmanagements für das niedrige Mittelaufkommen in Österreich entscheidend sein. Die prekäre rechtliche Situation nach dem Inkrafttreten des MiFiG-Gesetzes 2007 mit Juni 2008 sollte die Mittelaufbringung bisher noch nicht beeinträchtigt haben. In Zukunft wird jedoch die zusätzliche Komplexität von Ausweichkonstruktionen das Finanzierungsvolumen beschränken.

Eine stichhaltige Analyse der Ursachen dieser Divergenz zwischen der Entwicklung in Österreich und im EU-Durchschnitt benötigt direkte Informationen von den Marktteilnehmern. Das WIFO erhob deshalb gemeinsam mit der Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation (AVCO; Marchart – Url, 2008) die Einschätzung österreichischer Finanzintermediäre über

- ihre Informationslage bezüglich des Ertrags bzw. Risikos von Frühphasenfinanzierungen,
- die Transparenz von Venture-Capital-Fonds und
- die Wirksamkeit institutioneller Beschränkungen.

Eine Analyse der Ursachen, warum das Finanzierungsvolumen österreichischer Venture-Capital-Fonds im europäischen Vergleich niedrig ist, bietet für die Wirtschaftspolitik Ansatzpunkte zur Steigerung der wirtschaftlichen Dynamik.

Untersuchungen zur Mittelaufbringung aus den USA

Nach einer Klarstellung der Veranlagungsrichtlinien für Pensionsfonds in den USA wurden die Investitionen in Wagniskapital erheblich ausgeweitet. Das Fondsmanagement erreicht in den USA durch hohe Renditen auf vergangene Beteiligungen Reputation und kann so den Mittelzufluss steigern.

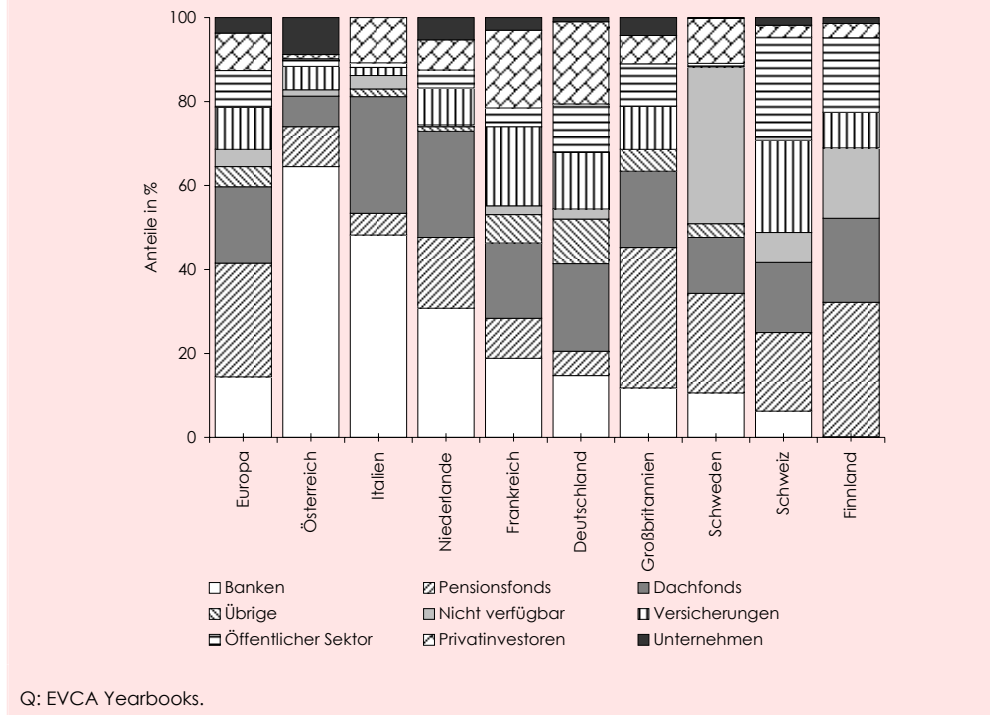
Neben einer Klarstellung der Veranlagungsrichtlinien für institutionelle Investoren sollte die Beseitigung des Informationsdefizits über erwartete Renditen und die Qualität des Venture-Capital-Fondsmanagements das Marktvolumen in Österreich steigern.

Grundlagen der Umfrage unter Finanzintermediären

In Österreich investieren im Gegensatz zu anderen europäischen Ländern vor allem Kreditinstitute in Private Equity; Sie stellen knapp zwei Drittel der Mittel zur Verfügung.

Die Umfrage konzentrierte sich auf Finanzintermediäre, weil sie in Österreich – im Gegensatz zu anderen europäischen Ländern – mit zwei Dritteln den größten Teil der Private-Equity-Mittel zur Verfügung stellen (Abbildung 4). Das ist auch eine Folge der ursprünglichen rechtlichen Vorgabe, dass in einer MiFiG mehrheitlich Kreditinstitute als Gründer im Sinne des § 30 AktG auftreten mussten (Hofmann – Kofler, 2003). Mit knapp 10% sind die Pensionskassen die zweitgrößte Investorengruppe vor Unternehmen (9%) und Dachfonds (7%). Die Auswertung der Umfrageergebnisse soll Defizite im Angebot von Wagniskapital in Österreich aufdecken und bildet damit eine Grundlage für Vorschläge und Maßnahmen zur Verbesserung der Frühphasenfinanzierung in Österreich.

Abbildung 4: Struktur der Mittelaufbringung von Private-Equity-Fonds nach Investorengruppen 2006



Das WIFO befragte im Frühjahr 2008 gemeinsam mit der Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation österreichische Finanzintermediäre über die Ursachen des niedrigen Aufkommens an Wagniskapital und mögliche Maßnahmen zu dessen Ausweitung.

Der Fragebogen wurde im Frühjahr 2008 an eine ausgewählte Stichprobe von in Österreich registrierten Kreditinstituten, an alle Versicherungen mit einem Lebensversicherungszweig, alle Pensionskassen und die Betrieblichen Vorsorgekassen verschickt. Die Zusammensetzung des Adressatenkreises trägt dem langfristigen Charakter der Frühphasenfinanzierung mit Halteperioden von fünf bis zehn Jahren Rechnung. Diese Gruppe der potentiellen Investoren wurde um einige Unternehmen und Stiftungen ergänzt, die indirekt über die Austria Wirtschaftsservice und die AVCO den Fragebogen erhielten. Eine umfassende Erhebung unter Stiftungen war nicht möglich. Von den über 300 befragten Investoren füllten insgesamt 57 den Fragebogen zumindest teilweise aus (Rücklaufquote 17,1%). Die Ergebnisse der Umfrage sind mit Ausnahme der Stiftungen und der großen Kreditinstitute als repräsentativ einzuschätzen.

Verbreitung und Umfang von Venture-Capital-Investitionen

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 (Übersicht 1); darunter waren keine Pensionskasse und nur wenige kleine bis mittlere Versicherungsunternehmen. Im Gegensatz zu den anderen Bereichen des Private-Equity-Geschäftes meiden Pensionskassen diese Veranlagungsform. Mehr als ein Viertel der kleinen Kreditinstitute hält Anteile an Venture-Capital-Fonds, hingegen erachtet nur jedes siebente große Kreditinstitut Wagniskapital als attraktiv genug. Mittelgroße Institute verzichten ganz auf dieses Instrument. Diese Verteilung könnte

auf die Konzentration der Investitionen in Venture Capital in den Zentralinstituten des Raiffeisen-, Sparkassen- und Volksbankensektors zurückgehen.

Der Anteil von Venture-Capital-Investitionen am gesamten veranlagten Vermögen liegt in der Stichprobe zwischen 0,1% und 14%. Am häufigsten investieren die Institute etwa 1% des Vermögens in Risikokapital. Die Verteilung des Anteils von Risikokapital unter den Finanzintermediären mit Venture-Capital-Investitionen in der Stichprobe unterscheidet sich geringfügig von jener der etwas größeren Gruppe der Garantienehmer bei der AWS: In den Umfragedaten sind Versicherungsunternehmen etwas aktiver als die Kreditinstitute, unter den Garantienehmern sind umgekehrt die Kreditinstitute häufiger vertreten. Unter den Garantienehmern der AWS befindet sich auch eine Pensionskasse.

Der Anteil von Beteiligungen an Frühphasenfinanzierungen im Portfolio österreichischer Finanzintermediäre beträgt in der Regel etwa 1%, der Anteil des garantierten Wagniskapitals nur 0,12%.

Übersicht 1: Anteil der institutionellen Investoren mit einer Veranlagung in Frühphasenfinanzierungen nach Unternehmensgröße und Typ

	Klein	Unternehmensgröße		Insgesamt
		Mittel	Groß	
Anteile 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. Sample: 54 Unternehmen mit gültiger Antwort. Unternehmensgrößenklassen: klein . . . verwaltetes Vermögen bis 145 Mio. €, mittel . . . über 145 bis 770 Mio. €, groß . . . über 770 Mio. €.

Mit Hilfe der Garantiedaten der AWS kann der Anteil der Frühphasenfinanzierung am Vermögen von Finanzintermediären berechnet werden. Der Anteil garantierter Venture-Capital-Investitionen an der Bilanzsumme beträgt demnach im Durchschnitt 0,12%, mit einem Höchstwert von 0,46%. Dabei tätigen kleine bis mittlere Finanzintermediäre etwas stärker garantierte Venture-Capital-Investitionen als große. Die Anteile von Risikokapital sind unter den Umfrageteilnehmern deutlich höher als unter den Garantienehmern. Insgesamt bestätigt der Vergleich jedoch die Robustheit der Umfrageergebnisse.

Insgesamt haben die antwortenden Finanzintermediäre 285 Mio. € in Frühphasenfinanzierungen investiert, davon etwa 175 Mio. € in österreichischen Venture-Capital-Fonds (Hochschätzung aus den Umfrageergebnissen). Im Vergleich dazu betrug die Summe der Investitionen in österreichische Seed- und Start-up-Fonds zwischen 1995 und 2006 kumuliert 245 Mio. €. Der hochgerechnete Bestand an Venture-Capital-Investitionen macht demnach 72% des akkumulierten Branchenwertes aus. Anhand der Daten der AWS waren zurzeit Garantien für Frühphaseninvestitionen im Ausmaß von 170 Mio. € ausständig bzw. zugesagt. Die AWS zählt jedoch auch Expansionsfinanzierungen zur Frühphase, die in der Umfrage explizit aus dem Venture Capital ausgenommen wurden. Die Investitionssumme von Seed-, Start-up- und Expansionsfonds betrug zwischen 1995 und 2006 kumuliert 910 Mio. €. Etwa ein Fünftel der veranlagten Mittel ist daher mit einer Garantie ausgestattet.

In Österreich ist etwa ein Fünftel des Investitionsvolumens in Venture-Capital-Fonds garantiert.

Die geringe Attraktivität von Wagniskapital wird durch das mäßige Interesse an einer Ausweitung der Investitionen belegt. Von jenen Finanzintermediären, die bereits in Venture Capital veranlagt haben, plant nur einer eine Ausweitung dieser Aktivitäten. Von den Anlegern, die bisher noch kein Wagniskapital halten, plant kein einziger den Einstieg in diese Veranlagungsform.

Die geringe Attraktivität von Wagniskapital für die Investoren wird durch das mäßige Interesse an einer Ausweitung der Investitionen belegt.

Die Analyse der Ursachen für die Zurückhaltung gegenüber Frühphasenfinanzierungen folgt den Anregungen aus der Literatur über unvollständige Verträge (Kaplan – Strömberg, 2003). Die Informationsasymmetrie zwischen Investoren, Venture-Capital-Fondsmanagement und Unternehmen besteht nicht nur in Bezug auf den erwarteten Ertrag und dessen Schwankungsintensität, sondern auch im Hinblick auf die Qualität der Betreuung von Unternehmensgründungen. Insgesamt gleichen die Er-

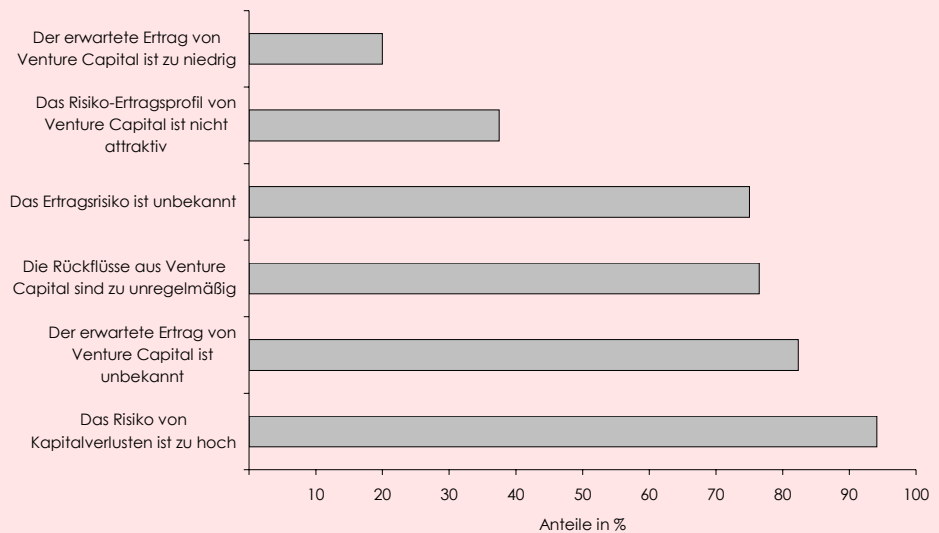
Mäßiges Interesse der Finanzintermediäre

Das hohe Risiko von Kapitalverlusten dämpft die Investitionsneigung für Wagniskapital am stärksten. Ein Informationsdefizit über die Ertragskennzahlen und deren Schwankungsbreite ist in Österreich ebenfalls ein wichtiges Hindernis.

gebnisse der Umfrage unter österreichischen institutionellen Investoren jenen von Fleischhauer – Hoyer – Kaluza (2008), die auf einer Umfrage unter deutschen Finanzintermediären beruhen.

Unter den Ertrags- und Risikoeigenschaften von Frühphasenfinanzierungen hält vor allem das Risiko eines Kapitalverlustes jene Geldgeber von einer Investition ab, die bisher noch keine Alternative Investments⁴⁾ im Portfolio halten (Abbildung 5). Nur wenig niedriger ist der Anteil der Investoren mit geringer Kenntnis der erwarteten Rendite auf Venture-Capital-Fonds bzw. der zugehörigen Schwankungsbreite.

Abbildung 5: Ursachen der Ablehnung von Frühphasenfinanzierungen durch institutionelle Investoren in Österreich – Ertrags- und Risikoeigenschaften



Q: WIFO-Befragung. Sample: 15 bis 17 Unternehmen mit gültiger Antwort. Institutionelle Investoren ohne Alternative Investments.

Junge Venture-Capital-Fonds können wegen der notwendigen Halteperiode von Start-up-Unternehmen kaum erfolgreiche Beteiligungsverkäufe vorweisen und daher die tatsächliche Rendite ihrer Beteiligungen nicht ermitteln. Bewertungen mit dem Buchwert oder zum Fair-Value sind nur unzureichende Indikatoren der Ertragskraft.

Das Fehlen von Informationen über Ertragskennzahlen österreichischer Venture-Capital-Fonds ist auch durch deren kurze bisherige Lebensdauer bedingt. Venture-Capital-Fonds versuchen die Beteiligungen zu finanziell möglichst lukrativen Bedingungen abzugeben und benötigen dafür eine gewisse Halteperiode. Junge Fonds haben noch kaum Beteiligungen erfolgreich veräußert und können daher die tatsächliche Rendite ihrer Investitionen nicht ermitteln. Vor dem Verkaufszeitpunkt müssen Beteiligungen entweder mit dem Buchwert oder zum Fair-Value bewertet werden, und erst mit dem Abschichten wird eine Beteiligung zum Markt- oder Verkaufspreis bewertet. Beide Konzepte bilden die Erträge von Frühphasenfinanzierungsfonds nicht oder nur unzureichend ab. Selbst für etablierte Venture-Capital-Fonds kann die ausgewiesene Rendite abgeschichteter Beteiligungen nur ein Signal für die Qualität des in der Vergangenheit aktiven Managements sein. Rückschlüsse auf die zu erwartende Rendite sind daraus nur bedingt möglich, weil z. B. ein Wechsel des Fondsmanagements den Zusammenhang zwischen vergangenen und künftigen Renditen deutlich schwächen kann.

Ein stetiger Rückfluss von Kapitalerträgen ist für Finanzintermediäre wichtig. Dieses Ziel kann nur mit ständigen Neuinvestitionen in Venture-Capital-Fonds erreicht werden.

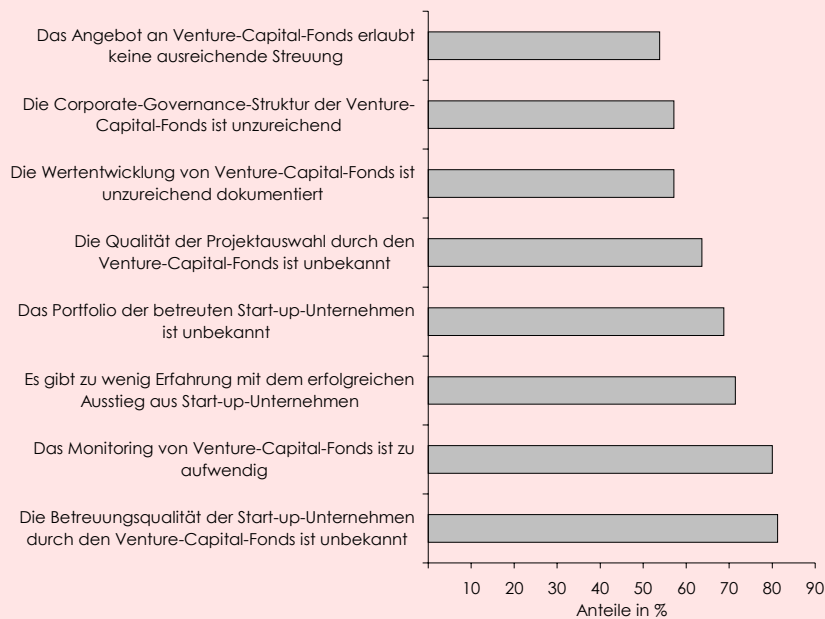
Ebenfalls wichtig ist für Finanzintermediäre die Regelmäßigkeit des Rückflusses von Kapitalerträgen. Daraus folgt die Notwendigkeit einer laufenden Gründung neuer Venture-Capital-Fonds: Die Management-Gesellschaften in Abbildung 1 müssten laufend abreifende Venture-Capital-Fonds durch neue ersetzen, sodass die Investoren langfristig mit einem stetigen Mittelrückfluss rechnen können, wenn sie sich an allen Fonds A, B, usw. beteiligen. Kleine Management-Gesellschaften mit einigen wenigen Venture-Capital-Fonds können diese Anforderung nicht erfüllen.

⁴⁾ Unternehmensbeteiligungen, die nicht durch Marktpreise oder nahe Substitute zu Marktpreisen bewertet werden können.

Gemäß den freien Antworten in der Umfrage ist das Investitionsvolumen der in Österreich tätigen Fonds teilweise zu klein, sodass für die Geldgeber keine ausreichende Diversifikation über viele Start-up-Projekte möglich ist. Dieser Mangel könnte durch die Einrichtung von Dachfonds behoben werden, die als Kapitalsammelstelle größere Fondsvolumina aufbauen und damit auch die Streuungsmöglichkeiten verbessern (Abbildung 1). Allerdings verschärft sich in diesem Fall das Problem der Informationsasymmetrie zwischen Geldgeber und Unternehmen durch die Beteiligung eines weiteren Finanzintermediärs, die zusätzliche Transaktionskosten verursacht.

Venture-Capital-Dachfonds ermöglichen Finanzintermediären eine Streuung über Beteiligungsprojekte. Sie bringen aber einen weiteren Entscheidungsträger in das bereits durch Informationsasymmetrien gekennzeichnete Verhältnis zwischen Investor, Fondsmanagement und Jungunternehmer.

Abbildung 6: Ursachen der Ablehnung von Frühphasenfinanzierungen durch institutionelle Investoren – Transparenzeigenschaften



Q: WIFO-Befragung. Sample: 13 bis 16 Unternehmen mit gültiger Antwort. Institutionelle Investoren ohne Alternative Investments.

Alle Indikatoren, die eine mangelnde Transparenz von Frühphasenfinanzierungen bezeichnen (Abbildung 6), werden von mehr als der Hälfte der Umfrageteilnehmer als Ursache für die Ablehnung von Frühphasenfinanzierungen angegeben. Besonders große Bedeutung haben hier der Beobachtungs- und Kontrollaufwand (Monitoring) und der Mangel an Information über die Qualität der Betreuung der Unternehmensgründungen durch die Management-Gesellschaft. Unwissen über die Zusammensetzung des Unternehmensportfolios in einem Venture-Capital-Fonds und mangelnde Erfahrung mit dem erfolgreichen Ausstieg aus Unternehmensbeteiligungen sind ebenfalls sehr wichtige Ursachen für das Ausbleiben von Frühphasenfinanzierungen. Hingegen bezeichnet ein wesentlich geringerer Teil der Investoren die Qualität der Projektauswahl durch die Management-Gesellschaft als Hindernis.

Mehr als der Hälfte der Finanzintermediäre sind der Ansicht, dass es Frühphasenfinanzierungen an Transparenz mangelt. Kritisiert werden vor allem hoher Kontrollaufwand und Unkenntnis der Betreuungsqualität.

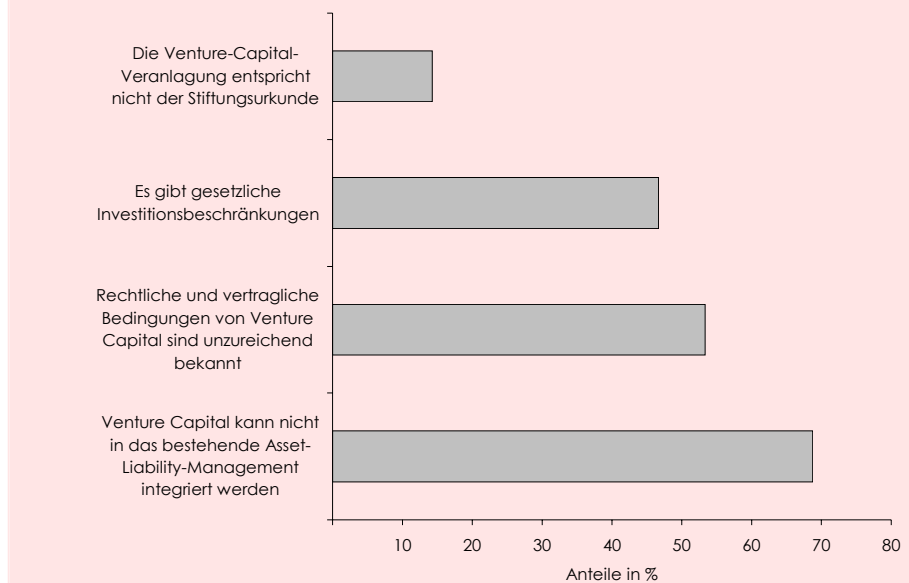
Der Wissensstand der institutionellen Investoren mit Private-Equity- bzw. Frühphasenbeteiligungen über die Möglichkeiten zur Informationsbeschaffung, über die Selbstregulierung der Venture-Capital-Fonds im Rahmen freiwilliger Corporate-Governance-Vorgaben (AVCO, 2005) und über die Reporting Standards der Austria Wirtschaftsservice ist unvollständig, jener der noch nicht in Private Equity veranlagten Investoren jedoch äußerst gering. Stärkere Selbstregulierung und die Ausweitung der Finanzaufsicht auf diesen Bereich verstehen die noch nicht in dieser Veranlagungsform aktiven Investoren als bedeutende Maßnahme zur Verbesserung der Informationslage. 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 offenbar funktionierender Selbstregulierungs- und Aufsichtsmechanismen hin.

Der Wissensstand über die Möglichkeiten zur Informationsbeschaffung ist unter Finanzintermediären gering.

Als institutionelle Gründe des Defizits an Frühphasenfinanzierungen werden rechtliche Beschränkungen und die mangelnde Integrierbarkeit in bestehende Asset-Liability-Management-Systeme angegeben.

Als institutionelle Gründe geben die meisten Investoren an, dass sie Venture-Capital-Fonds nicht in das vorhandene Asset-Liability-Management-System integrieren können (Abbildung 7). 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 diese Einschätzung als besonders kritisch zu bezeichnen. Ebenfalls mehr als die Hälfte der Investoren ohne Alternative Investments geben an, dass ihnen die Vertragsinhalte zwischen Investoren und Venture-Capital-Fonds und die rechtlichen Rahmenbedingungen nur unzureichend bekannt sind. Knapp die Hälfte der Finanzintermediäre unterliegen rechtlichen Beschränkungen für Venture-Capital-Veranlagungen. Die freien Antworten zu dieser Frage konzentrieren sich ebenfalls auf die Frage des Risikomanagements: Basel II, Auflagen des Prüfungsverbands und das Fehlen von Kenntnissen der internen Revision über Venture Capital werden als sonstige institutionelle Ursachen für das Unterlassen von Frühphasenfinanzierungen angeführt.

Abbildung 7: Ursachen der Ablehnung von Frühphasenfinanzierungen durch institutionelle Investoren – institutionelle Gründe



Q: WIFO-Befragung. Sample: 14 bis 16 Unternehmen mit gültiger Antwort. Institutionelle Investoren ohne Alternative Investments.

Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Österreich benötigt nach dem Auslaufen der Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft als Gesellschaftsform für Fonds dringend ein eigenständiges und international wettbewerbsfähiges Private-Equity-Gesetz zum Erhalt und Ausbau der Unternehmensfinanzierung über Private Equity im Allgemeinen und Venture Capital im Besonderen, z. B. die in *Brandner et al. (2007)* vorgeschlagene Form der Wagnis- und Risikokapitalgesellschaft. Die unveränderte Umsetzung des Kapitalmarktstärkungs- und Innovationsgesetzes 2008 (KMSStIG 2008) wird viele in Österreich tätige Fonds zu aufwendigen Ersatzkonstruktionen zwingen (z. B. Stammsitz im Ausland). Auf der Angebotsseite erklärt das Fehlen von Rechtssicherheit die Zurückhaltung aller befragten institutionellen Investoren in Bezug auf weitere Investitionen in Venture-Capital-Fonds.

Das WIFO befragte gemeinsam mit der Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation österreichische Finanzintermediäre dazu, warum sie relativ wenig in Frühphasenfinanzierungen investieren und wie die Investition in Wagniskapital gefördert werden könnte. Vor dem Hintergrund der Erfahrungen mit den bisherigen rechtlichen Rahmenbedingungen (MiFiG) ergaben sich folgende Ursachen für die Ablehnung von Frühphasenfinanzierungen durch institutionelle Investoren:

- institutionelle Faktoren, d. h. Venture-Capital-Investitionen können in bestehende Asset-Liability-Management-Systeme nicht integriert werden, während deren Be-

deutung im Zuge von Basel II und Solvabilität II sowie einschränkender Veranlagungsvorschriften für Finanzintermediäre zunimmt;

- ein Mangel an Transparenz und
- ein Mangel an Informationen über erwartete Erträge und deren Schwankungsintensität bzw. das Fehlen von Diversifikationsmöglichkeiten.

Die in Österreich schwache und vom allgemeinen europäischen Marktumfeld abweichende Entwicklung von Venture-Capital-Finanzierungen dürfte auf die besonders hohe Unsicherheit dieser Veranlagungsform zurückzuführen sein. Das Fehlen von weit in die Vergangenheit reichenden Ertragsdaten und von Transparenz behindert die Investition von Wagniskapital überproportional gegenüber anderen Formen der Unternehmensbeteiligung. Durch den Vergabestopp von öffentlichen Garantien mit Ende 2005 stieg das zu übernehmende Risiko der Anleger. Einige dieser Hemmnisse können durch gezielte Informationen an Investoren beseitigt werden; die meisten verlangen hingegen ein engagiertes wirtschaftspolitisches Eingreifen.

Das Fehlen von Ertragskennzahlen für vergangene Beteiligungsprojekte behindert die Investition von Wagniskapital in Österreich gegenüber anderen Formen der Unternehmensbeteiligung. Der Vergabestopp für Garantien steigerte das Risiko für die großteils risikoaversen Investoren.

Die meisten Finanzintermediäre gaben den Mangel an Möglichkeiten zur Streuung von Investitionen in Venture-Capital-Fonds als Hemmnis für Frühphasenfinanzierungen an. Größere Fondsvolumina wären daher ein entscheidendes Kriterium, um die Akzeptanz von Venture-Capital-Fonds zu steigern, weil bereits innerhalb eines Fonds der Risikoausgleich über Start-up-Unternehmen verbessert werden könnte. 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 Entscheidungsebene zwischen Geldgebern und Unternehmen ein, die das Problem der Informationsasymmetrie verstärkt.

Die Möglichkeiten zur Streuung von Frühphasenfinanzierungen könnten durch die Vergrößerung der Fondsvolumina oder durch Dachfonds verbessert werden.

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 beruhen (Cochrane, 2005). Falls die heimischen Fonds zu klein sind und keine Dachfonds zur Verfügung stehen, bilden öffentliche Garantieinstrumente einen Ersatz. Die vorläufige Beendigung des öffentlichen Garantiesystems für Private-Equity-Investitionen mit Ende 2005 ist aus Sicht der hier vorgestellten Befragungsergebnisse für Frühphasenfinanzierungen besonders negativ zu bewerten. Die geringe Risikobereitschaft potentieller institutioneller Investoren dämpft das Angebot an Frühphasenfinanzierungen erheblich. Vor allem Investoren mit Venture-Capital-Erfahrung weisen auf die Bedeutung eines ausgebauten Garantiesystems für ihre Investitionsentscheidung hin. Garantien spielen in der Anlaufphase von Venture-Capital-Fonds eine entscheidende Rolle, weil sie die finanziellen Folgen der Informationsasymmetrie zwischen Geldgebern und Venture-Capital-Fondsmanagement mildern. Solange die Laufzeit der Fonds für eine statistisch abgesicherte Einschätzung von erwarteten Renditen und ihrer Schwankungsintensität noch zu kurz ist, bieten Garantien ein wichtiges Absicherungsinstrument. Die Unsicherheit für Investoren wird durch Versicherungssysteme mit einer auf versicherungsmathematischen Grundsätzen beruhenden Prämie bis auf den notwendigen Selbstbehalt auf die öffentliche Hand übertragen. Im Austausch gegen die Garantieprämie kann der Staat den Risikoausgleich sowohl über Beteiligungsprojekte als auch über die Zeit (Budgetdefizit) erreichen und eine breite Streuung der Risiken erzielen, die für private Versicherungen derzeit nicht möglich ist.

Die Fortführung der AWS-Kapitalgarantien kann das Fehlen von großen Fondsvolumina und Ertragskennzahlen österreichischer Venture-Capital-Fonds ausgleichen. Für risikoscheue Investoren vermindern Garantien besonders in der Anlaufphase die negativen Folgen des Mangels an Informationen über Managementqualitäten.

Unter den institutionellen Hindernissen für Venture-Capital-Investitionen wird vor allem darauf verwiesen, dass diese Veranlagungsform nicht in das bestehende Asset-Liability-Management der Finanzintermediäre integriert werden kann. 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. Diese Anforderung unterstreicht die Notwendigkeit der Publikation historischer Ertrags- und Risikokennzahlen für den österreichischen

Der Aufbau von Kennzahlen zur Entwicklung der Renditen von Venture-Capital-Fonds in Österreich ist für die Bewertung von Frühphasenfinanzierungen in bestehenden Asset-Liability-Management-Systemen notwendig. Die AVCO oder die OeKB könnten die nötigen Informationen sammeln.

Markt. Die Interessenvertretung österreichischer Private-Equity-Fonds (AVCO) könnte 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 kurz aktiv sind und daher Renditen nicht sinnvoll berechnet werden können, sollte zumindest der Zugang zu Renditedaten für Europa oder europäische Teilmärkte erleichtert werden.

Eine Lockerung der gesetzlichen Veranlagungsvorschriften würde vor allem in der Versicherungswirtschaft das Potential für Frühphasenfinanzierungen ausweiten.

Die gesetzlichen Veranlagungsvorschriften für Finanzintermediäre werden ebenfalls häufig als Ursache für den Mangel an Frühphasenfinanzierungen genannt. Dies entspricht Erfahrungen aus den USA, wo erst die Klarstellung der Aufsichtsbehörde über die Zulässigkeit von Venture Capital als Veranlagungsform für Pensionsfonds einen Aufschwung der Investitionstätigkeit auslöste. In Österreich schränken die Veranlagungsvorschriften die Möglichkeiten für Venture-Capital-Investitionen vor allem für Lebensversicherungen ein. Eine Lockerung der strengen Vorgaben über die kurzfristige Veräußerbarkeit nicht börsennotierter Anlagen würde in dieser Investorengruppe bessere Voraussetzungen für Frühphasenfinanzierungen schaffen.

Pensionskassen nutzen ihre rechtlichen Freiräume für Frühphasenfinanzierungen nicht. Der forcierte Ausbau von Lebenszyklusmodellen in den Veranlagungs- und Risikogemeinschaften könnte die Zurückhaltung abbauen.

Die Gesetzeslage ist für Pensionskassen wesentlich günstiger und würde dort Frühphasenfinanzierungen erlauben. Da Pensionskassen die Kapitalverwaltung für Anwartschafts- und Leistungsberechtigte zumeist in nur einer Veranlagungs- und Risikogemeinschaft abwickeln, könnte jedoch die niedrige Kapitalverzinsung während der Halteperiode oder sogar ein Kapitalverlust Pensionskürzungen bewirken. Solange die Schwankungsreserven niedrig sind, gibt es auch keinen Puffer für solche Ertragschwankungen, sodass Pensionskassen derzeit aus treuhändischen Gründen keine Frühphaseninvestitionen tätigen. Erst eine forcierte Trennung der Veranlagungs- und Risikogemeinschaften nach dem Lebenszykluskonzept oder eine ausreichend ausgebauten Schwankungsreserve ermöglicht in dieser Investorengruppe Veranlagungen mit längeren Perioden ohne Kapitalertrag.

Literaturhinweise

- Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation (AVCO), 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).
- 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 des WIFO 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.
- Hofmann, B., Kofler, G., "Mittelstandsfinanzierungsgesellschaften nach § 6b KStG. Bestandsaufnahme, Reformvorschläge und Alternativen", in Kofler, G., Polster-Grüll, B., Private Equity und Venture Capital, Linde Verlag, Wien, 2003, S. 473-524.
- 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, Ch., "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.
- Marchart, J., Url, Th., Hemmnisse zur Finanzierung von Frühphasen- oder Venture-Capital-Fonds, WIFO, Wien, 2008. http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=32579&typeid=8&display_mode=2.

- Peneder, M., "Venture Capital: Ergebnisse internationaler Wirkungsanalysen", WIFO-Monatsberichte, 2006, 79(3), S. 161-172, http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=26337&typeid=8&display_mode=2.
- Peneder, M., Schwarz, G., Die Wirkung von Private Equity und Venture Capital auf Innovation und Wachstum von Unternehmen, WIFO, Wien, 2007, http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=28558&typeid=8&display_mode=2.
- Peneder, M., Schwarz, G., "Venture Capital: Ergebnisse der Wirkungsanalyse für Österreich", WIFO-Monatsberichte, 2008, 81(6), S. 461-471, http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=32622&typeid=8&display_mode=2.
- Schertler, A., "Knowledge Capital and Venture Capital Investments: New Evidence from European Panel Data", German Economic Review, 2007, 8(1), S. 64-88.
- Tykvova, T., Venture Capital in Germany and its Impact on Innovation, Vortrag anlässlich der EFMA Conference 2000, Athen, 2000.

Raising Minor Funds for Early Phases of Financing and Funding (Venture Capital)

Reasons and Measures – Summary

Both start-ups and established small and medium-sized enterprises with a high growth potential frequently face difficult conditions when it comes to funding their business expansion. Obstacles are especially big when the firm value is largely determined by its business idea, its market potential, or the commitment of the management, and when only few tangible assets can be put forward as collateral. Venture capital will bypass such obstacles by integrating venture capital funds managers on the board of directors.

The market for venture capital in Austria is small as compared to the Europe-wide market. Whereas in Europe the cash inflow of venture capital funds is 0.05 percent of the nominal gross domestic product, the share in Austria is only 0.005 percent (2006). In the last years, Austria fell behind European standards in the field of raising funds, the market remained static. The structure of investors in venture capital in Austria is significantly different from other European countries: credit institutions dominate, raising about two thirds of the funds.

In spring 2008, WIFO, together with the Austrian Private Equity, and Venture Capital Organisation (AVCO), conducted a survey among Austrian financial intermediaries. We asked for the reasons of low venture capital investments and possible measures to accomplish its increase. Mainly the high risk of capital losses slows down the inclination to invest into venture capital. Also, insufficient knowledge of yields and their volatility are important reasons for the small market volume in Austria. The absence of a historical time series for yields and missing options to diversify investments are also vital drawbacks for financial intermediaries. Furthermore, the time and effort needed for supervision plus unknown qualities of the venture capital funds' managers have been identified to be counterproductive. Statutory regulation and inadequate configurations to integrate venture capital in existing asset-liability management systems are quoted to be the institutional reasons for the small volume of venture capital funding.

Following the expiry of the legal vehicle for venture funds (Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft) under Austrian law, Austria will urgently need an independent and internationally competitive private equity law. So as to increase options for diversification, larger funds volumes ought to be attained. Establishing funds of funds as well as extending the Austria Wirtschaftsservice capital guarantees will facilitate protecting venture capital investments while funds volumes are too small. For risk-averse investors, capital guarantees reduce, especially during the start-up phase, the negative consequences of insufficient intelligence about the management qualities of venture capitalists. Historic yield key figures for Austria need to be compiled for any assessment of venture capitalists' success and the integration of this asset class into existing asset-liability management systems. Either AVCO or Oesterreichische Kontrollbank could serve to collect relevant data. Partial liberalisation and clarification of the regulatory framework for investments would, especially for the insurance sector, give more scope to venture capital funding. Austrian pension funds do not make use of their legal leeway for venture capital funding. Speeding the development of life-cycle models within pension funds could help alleviate their reluctance.