Venture Capital in den USA – Ansätze für Österreich

Karl Hofstätter

In den USA sind die Rahmenbedingungen für Unternehmensgründungen, und speziell für solche in innovativen Branchen, besonders günstig. Bei uns ist dieses „freundliche Klima" nicht so gut ausgeprägt, was nicht heißen sollte, daß in allen Phasen des Bestandes einer Unternehmung das US-amerikanische System überlegen ist. Allgemein kann festgestellt werden, daß die „Markteintrittsbarrieren" in Österreich größer sind, während in den späteren Phasen ein etabliertes Unternehmen bei uns bessere Rahmenbedingungen vorfindet.

Damit innovative Branchen Unternehmungen mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten hervorbringen können, ist eine solide Beteiligungsfinanzierung unumgänglich, die vielmehr auf „Know-how" und künftige Erträge ausgerichtet ist als auf bereits vorhandene betriebliche Substanzen.

Die Bedeutung von Venture Capital (VC) liegt auch darin, daß das Vordringen in neue Wirtschaftsbereiche mit der *Schaffung von zusätzlichen Arbeitsplätzen* verbunden wird, während Investitionen in gesättigten Marktsegmenten in den meisten Fällen eine Verschiebung von Marktanteilen zwischen den Konkurrenten bewirken.

Vielfach dient die Strukturierung des US-amerikanischen VC-Marktes als Ausgangspunkt für VC-Ansätze in Europa, die auch für Österreich relevant sein können. Ein Kopieren dieses Erfolgskonzeptes wäre fehl am Platze, denn es geht vielmehr darum, das VC-Geschäft zwischen idealtypischer Forderung und gegebenen sozio-ökonomischen Rahmenbedingungen einzubetten, damit die Forderung nach Innovation mit der adäquaten VC-Finanzierung Fuß fassen kann.

Dabei sollen insbesondere nach der Darstellung des US-amerikanischen Systems die auftretenden Problemfelder der Finanzierungsphasen samt Lösungsvorschlägen für Österreich aufgezeigt werden.

I. Das Venture-Capital-Geschäft in den USA

A) Begriffliche Abgrenzung, Merkmale und Rahmenbedingungen für Venture Capital (VC)

1. Definition

Als „Venture Capital" wird in den USA die Beteiligungsfinanzierung für *junge Unternehmen* bezeichnet, die große *Entwicklungschancen* haben, denen auch ein erhöhtes *Risiko* gegenübersteht. Die Beteiligung an den Unternehmen erfolgt durch einen geschlossenen VC-Fonds, ist *zeitlich begrenzt* und mit einer intensiven *unternehmerischen Beratung* und *Betreuung* verbunden.

Die VC-Finanzierung beschränkt sich dabei nicht ausschließlich auf Unternehmensgründungen in Spitzentechnologien, sondern die Begriffe *Person, Produkt, Plan* und *Profit*[1] ergeben zusammen die erfolgversprechende Konzeption, um Produkte mit überdurchschnittlichem Wachstumspotential entwickeln, produzieren und vermarkten zu können.

In unserem Sprachraum werden die übersetzten Begriffe *„Wagnisfinanzierung"* und *„Risikokapital"*[2] verwendet, die das „Risiko" vor die „Chance" stellen; die Definition „Venture Capital" hingegen sieht in erster Linie die „Chance" – das Risiko wird lediglich bei der Ertragschance ins Kalkül mit einbezogen. Dieser kleine Unterschied, der vorerst nur in der Definition zu erkennen ist, findet letztlich in der Gesellschaft und in weiterer Folge in allen Bereichen der Wirtschaft seinen Niederschlag.

2. Wesentliche Merkmale des VC-Geschäfts[3]

Das VC-Geschäft ist in den USA durch 6 Merkmale geprägt.

a) VC ist eine Beteiligungsfinanzierung, die jungen Unternehmen *Eigenkapital* zumeist *als Minderheitsbeteiligung* zuführt. Dadurch werden die Möglichkeiten zur Erweiterung der Fremdkapitalaufnahme wesentlich verbessert. Besonders in der Gründungsphase ist die VC-Finanzierung von großer Bedeutung, da sie keine Belastung der Liquidität darstellt.

b) Da VC-Beteiligungen im frühen Stadium des Lebenszyklus einer Unternehmung eingegangen werden, wird VC auch als *Wachstumskapital* bezeichnet. Technologiebasierte Gründungsunternehmen (die marktfähige Produkte auf neuer Technologiebasis herstellen) bieten die größten Wachstumschancen (bei höheren Risken) und stellen den klassischen Fall der VC-Beteiligung dar.
Banken und andere kreditgebende Institutionen tendieren in der Regel dazu, nicht im Frühstadium, sondern in späteren Stufen der

Unternehmensentwicklung Finanzierungsmittel zur Verfügung zu stellen, da die Ungewißheit weitgehend durch materielle Sicherheiten kompensiert werden kann. Konjunkturelle und börsenspezifische Einflüsse haben jedoch in den letzten Jahren dazu beigetragen, daß VC-Gesellschaften nicht mehr in die traditionelle Phase, sondern ebenfalls spätere Stufen der Unternehmensentwicklung bevorzugen.

Während die VC-Beteiligung durch künftige Erträge *„Ertragswertbesicherung"* gekennzeichnet ist, stellt bei der Kreditfinanzierung in erster Linie der stichtagbezogene Unternehmenswert in Form von *„Substanzwertbesicherung"* eine wichtige Größe dar.

c) Ein weiteres Element der VC-Beteiligung stellt die Möglichkeit des Verkaufs der Anteile über die Börse dar. Dadurch ist VC mit einem *spekulativen Element* verbunden, das nur mit einer positiven Entwicklung der Unternehmung und Überzeugung der öffentlichen Meinung verwirklicht werden kann. Da bei VC-Beteiligungen die Faktoren *Zeit* und *Rendite* bestimmende Merkmale sind, stellt die Börseneinführung eine logisch abgeleitete Konsequenz dar; andere Möglichkeiten zur Umwandlung von Anteilen in liquide Mittel sind kaum gegeben. Die freigesetzten Mittel werden sodann erneut aufstrebenden Unternehmen zugeführt.

d) Eng verbunden ist damit das ... *„Investment-Spiel* (Investment-Gambling)"[4]. Nicht alle Beteiligungen sind erfolgreich, denn 2 bis 3 von 10 Investments sind trotz intensiver Such-, Analyse- und Entscheidungsverfahren immer als völlige Verluste abzuschreiben; 1 bis 2 Unternehmungen werden von 10 Anlagen nur wirkliche Erfolge. Da das Risiko einen wesentlichen Bestandteil des VC-Geschäftes darstellt, werden auch „Flops", sofern sie unter einem Grenzwert liegen, nicht als Managementfehler in der Anlageentscheidung bewertet.

e) VC-Beteiligungen setzen Wille und Fähigkeiten zum *unternehmerischen Handeln* voraus. Die VC-Gesellschaft ist als Beteiligungsgeber auch Mitträger unternehmerischer Risken ohne entsprechende Absicherung. Der VC-Geber kann seine Entscheidung nicht von vorhandenen materiellen Sicherheiten abhängig machen, wie dies bei der Kreditwürdigkeitsprüfung durch „Substanzwertbesicherung" der Fall ist. Das mitgetragene Unternehmerrisiko wird durch einen möglichen zu erwartenden Kapitalzuwachs abgegolten, der eine Rendite weit über den Kapitalmarktzins abwerfen kann.

f) Das VC-Geschäft und dessen Erfolg ist stark von den dabei involvierten *Personen*[5] abhängig. Im Mittelpunkt steht der Gründungsunternehmer, mit dem die VC-Gesellschaft gemeinsam, partnerschaftlich unter Aufteilung eines abgegrenzten Risikos strategisch in innovatives Neuland vordringt. Der Leitspruch „Management is the key for every Business"[6] gewinnt gerade hier enorme Bedeutung, da Unternehmer mit betriebswirtschaftlich orientierten Managementkräften in Verbindung mit Erfinder- und Technikerqualitäten das Fundament für die künftige Ertragsentwicklung darstellen.

3. *Rahmenbedingungen des VC-Marktes in den USA*[7]

Im wesentlichen sind vier Rahmenbedingungen zu erwähnen, die den VC-Boom in den USA begünstigt haben.

a) Wirtschaftliche Rahmenbedingungen

- Großer Binnenmarkt der USA, der den kostengünstigen Absatz fortschrittlicher Produkte erleichtert;
- Hohe Wachstumsraten und Ertragskraft vieler US-amerikanischer Unternehmen (Bewertungszuwächse bei Beteiligungen um das 3- bis 50fache innerhalb eines Zeitraums von 5 bis 10 Jahren);
- Hinreichend attraktive Rendite der VC-Fonds (durchschnittlich 20 bis 30 Prozent p. a.);
- Begünstigte Entstehung innovativer Unternehmen durch öffentliche Forschungs- und Entwicklungsaufträge, insbesondere aus dem Bereich der militärischen Anwendungen und Weltraumfahrt (insgesamt entfällt etwa zwei Drittel des VC-Investments allein auf die Branchen Computertechnologie, sonstige Anwendung der Elektronik sowie Kommunikationstechnik);
- Hohe Fungibilität von Unternehmensanteilen durch gut organisierte Kapitalmärkte, insbesondere durch den freien Handel mit nicht börsennotierten Aktien (Over the Counter Market = OTC).

b) Rechtliche Rahmenbedingungen

- Hohe Flexibilität des US-amerikanischen Gesellschafts- und Arbeitsrechts;
- Einfache Zulassungsbedingungen für den Börsenhandel von Unternehmensanteilen durch die Security Exchange Commission (SEC);
- Zugang der großen institutionellen Anleger (wie Pensionskassen, Versicherungen und Investment-Fonds) zu VC-Investments durch Abbau administrativer Hemmnisse bzw. Veränderung der Anlagebestimmungen. 1984 stammten etwa 33 Prozent des Kapitalaufkommens US-amerikanischer VC-Gesellschaften von Pensionskassen, 21 Prozent von Versicherungen und Stiftungen.

c) Steuerliche Rahmenbedingungen

- Absenkung der Veräußerungsgewinnsteuer für natürliche Personen (capital gains tax) im Jahre 1978 von 49 auf 28 Prozent und im Jahre 1981 von 28 auf 20 Prozent[8];
- Ausstattung der Small Business Investment Companies mit Steuervorteilen und staatlichen Finanzierungshilfen, die ihrerseits kleinen erfolgsträchtigen Unternehmen Kapital zur Verfügung stellen;
- Steuerliche Erleichterungen für sogenannte Investmentgesellschaften (Investment Companies) die auch als VC-Gesellschaften eingesetzt werden können.

d) Gesellschaftlich-soziale Rahmenbedingungen

- Unternehmerische Mentalität, die in der Risikobereitschaft zum

Ausdruck kommt (50 bis 60 Prozent der US-amerikanischen VC-Fonds stammen aus sogenannten „Spin-Offs" und „Buy-Outs" (diese Begriffe werden später erläutert!);

- Gründungs- und technologiefreundliches Klima;
- Mentalität im Sparverhalten breiter Anlegerkreise, die sich in der positiven Einstellung zur finanziellen Beteiligung in der Wirtschaft äußert;
- Hohe Management-Qualifikation der VC-Nehmer (Kurse über Venture Capital gehören an allen guten Universitäten in den USA zum festen Lehrprogramm);
- Unternehmensgründer verfügen häufig über technisch-kaufmännisches Wissen mit entsprechender Praxis;
- Enges Zusammenwirken der privatwirtschaftlich ausgerichteten *Spitzenuniversitäten der USA* mit den Technologieunternehmen, die zu gewaltigen Innovationserfolgen geführt haben (im sogenannten „Silicon-Valley" – nahe Stanford und Berkeley und auf der sogenannten „Route 128" im Gebiet Boston und Cambridge – Harvard University und MIT (Massachusetts Institute of Technology), konzentrieren sich regional ca. ein Drittel der investierten Summe aus dem VC-Geschäft).

Das sogenannte *„Network"* zwischen Forschern und Unternehmern, Beratern und Finanziers, das vor allem in den traditionellen Regionen des VC-Geschäfts am dichtesten ist (Kalifornien und Massachusetts), bildet das Rückgrat des US-amerikanischen Venture Capitals.

Diese günstigen Rahmenbedingungen für den Aufschwung der VC-Finanzierung in den USA können *Aufschluß darüber geben, woran es gegenwärtig in Österreich mangelt,* um der Innovationsfinanzierung durch externes Risikokapital zum Durchbruch zu verhelfen. In Punkt II sollen deshalb die für den österreichischen Venture-Capital-Markt geltenden Rahmenbedingungen näher analysiert werden, um aus dieser Perspektive Lösungsansätze zu erarbeiten, wobei die in den USA erfolgreich angewandten Konzepte eine *gewisse Leitfunktion haben können.*

B) Volkswirtschaftliche Bedeutung, Entwicklung der VC-Fonds und Finanzierungsphasen[9]

1. Volkswirtschaftliche Bedeutung von VC

Obwohl nur ca. 3–5 Prozent vom Finanzierungsvolumen der Industrie auf VC entfallen, ist die dadurch in Gang gesetzte Dynamik erheblich größer als bei traditionellen Finanzierungsformen.

In einer vom *General Accounting Office*[10] veröffentlichten Studie wurden 1332 Firmen untersucht, die in den siebziger Jahren mittels VC zu Erfolgen gelangt sind. 72 Firmen davon sind am Ende der Dekade an die Börse gegangen, die ursprünglich eine VC-Beteiligung von 209

Millionen Dollar hatten, einen durchschnittlichen jährlichen Umsatzzuwachs von 33 Prozent und im Jahr 1979 aggregierte Verkaufserlöse von 6 Milliarden Dollar erzielen konnten. Durch diese Aktivitäten war es möglich, 130.000 zusätzliche Arbeitsplätze zu schaffen, aus denen dem Federal Government 350 Millionen Dollar in Form von lohnabhängigen Steuern zugeflossen sind.

Obwohl SBICs derzeit nur 10 Prozent[11] vom gesamten VC-Pool ausmachen, haben sie doch eine große historische Bedeutung. Von 1958–1985 wurden über 6 Milliarden Dollar in 70.000 unabhängige Unternehmungen investiert.

Eine weitere Studie[12] von *Arthur D. Little, Inc.* („The Economic Impact of the SBIC-Program") befaßt sich mit dem überlegenen jährlichen Wachstum von SBIC-finanzierten Small Businesses im Vergleich zur Gesamtheit aller Small Business-Unternehmen im Zeitraum 1972–1979. Die prozentuellen jährlichen Zuwächse zwischen 1972 und 1979 hatten folgende Werte (siehe Tabelle):

	*	**
Beschäftigung	21,8	3,2%
Umsatz	33,2	7,2%
Gewinne	37,3	16,5%
Betriebsvermögen	30,0	5,5%
Steueraufkommen	30,5	11,8%

* SBIC-finanzierte Small Business
** Gesamtheit aller Small-Business-Unternehmen

Im wesentlichen wird in der Studie auf sechs *positive Aspekte* eingeganen[13].

- Von SBICs finanzierte Unternehmen zeigen eine zehnfache Wachstumsrate an Arbeitsplätzen im Vergleich mit allen anderen Kleinbetrieben.
- Diese Firmen schaffen einen Arbeitsplatz mit einer einmaligen Investition von $ 6663,– während verschiedenen Schätzungen zufolge die US-Regierung $ 25.000,– benötigt, um einen Arbeitsplatz zu schaffen und dieser Betrag dann jährlich aufgebracht werden muß.
- Die SBICs können Kapital mit staatlicher Haftung borgen. Nur $ 3513,– an geborgtem Geld schaffen einen Arbeitsplatz, wobei dem Staat keinerlei Kosten entstehen.
- Die Wachstumsrate der Steuerzahlungen der von SBICs finanzierten Firmen ist mehr als das Fünffache aller Kleinbetriebe.
- Ganze 91 Prozent dieses bemerkenswerten Wachstums entstanden durch firmeninternes Wachstum und nicht durch Firmenzusammenschlüsse.

Den positiven Aspekten stehen auch einige *negative Komponenten* gegenüber; im Bericht *„Entrepreneurship and its Impact on the US-Economy"*[14] werden vor allem 3 Punkte erwähnt:

- Gesellschaftliche Kosten durch die große Ausfallsrate von neuen

Firmen – (die notwendigen Ressourcen hätten ergiebigeren Bereichen zugeführt werden können)
- Betriebliche Kosten, wenn talentierte Mitarbeiter ihr eigenes Unternehmen gründen und bestehende Organisationen verlassen – (personelle Veränderungen im Managementbereich der Stammorganisation sind die Folge)
- Verminderung der Steuerleistung – (insbesondere dann, wenn das Federal Government Unternehmen mit der Absicht fördert, daß sich diese durch das spätere Steueraufkommen zumindest refinanzieren).

2. Entwicklung der VC-Fonds[15]

Das VC-Geschäft in den USA hat seine Anfänge in den dreißiger Jahren; erst nach dem Zweiten Weltkrieg trat VC als organisierte Finanzierungsquelle in Erscheinung, zu der die Gründung der „American Research Development Corporation" in Boston wesentlich beigetragen hat[16].

Zunächst waren wohlhabende Familien (z. B. die Whitneys und Rockefellers) engagiert und in weiterer Folge traten Investment Bankers, Versicherungsgesellschaften und Geschäftsbanken hinzu, die heute ca. 70 Prozent des gesamten Venture Capital Pools auf sich vereinigen können und als *Independent Private Funds* bezeichnet werden.

Ein Bundesgesetz im Jahre 1958 (Small Business Investment Act) ermöglichte die Gründung von *Small Business Investment Companies* (SBICs). Dabei handelt es sich um private VC-Gesellschaften, die zusätzlich zum eingesetzten Kapital von der Small Business Administration (SBA) billige Kredite im Ausmaße des drei- bis vierfachen der Eigenmittel erhalten. Insbesondere steuerliche Vorteile verhalfen den SBICs in den sechziger Jahren zu einer raschen Ausweitung; dieses anfängliche experimentelle Stadium fand jedoch in Management und Erwartung bzw. den daraus resultierenden Gesetzesänderungen einschneidende Restriktionen, doch der Grundgedanke – die ideelle Leitlinie, den innovativen Teil des Small Business zu finanzieren – blieb bis heute erhalten.

1969 traten die *Minority Enterprise Small Business Investment Companies (MESBICs)* als Sonderform öffentlich geförderter Venture-Capital-Gesellschaften hinzu, die zur Finanzierung junger Unternehmen mit mindestens 51 Prozent Anteil in Händen Angehöriger rassischer oder nationaler Minoritäten konzipiert wurden.

Seit Ende der sechziger Jahre sind Gruppen von Großuntgernehmungen aus Industrie und Finanz zur Venture-Capital-Branche gestoßen; diese Entwicklung wurde durch die vorhin erwähnten Problemfelder der SBICs begünstigt. Durch diese neue Erscheingungsform wurde der Begriff „*Corporate Venture Capital*" („Corporate Funds") geprägt, der sich wesentlich von traditionellen Venture-Capital-Gesellschaften unterscheidet. Eine eindeutige Trennung zwischen traditionellen und

öffentlich geförderten Trägern des Venture-Capital-Geschäfts ist nicht mehr möglich, da diese Unternehmen Tochtergesellschaften in verschiedensten Formen gründen können. So hat z. B. die Sun Oil Company eine traditionelle Venture-Capital-Gesellschaft (Sun Ventures Inc.) und andererseits eine MESBIC (Alliance Enterprise Corp.). Diese Form der Finanzierung war jedoch von Mißerfolgen begleitet, da die Industrie vorwiegend das Technologiefenster-Konzept verfolgte und Versicherungsgesellschaften die Erkenntnisse von Analyse- und Bewertungstechniken aus den angestammten Geschäftsbereichen auf das neue Marktsegment zu übertragen versuchten.

Mitte der siebziger Jahre haben VC-Firmen verstärkt Aktivitäten zur *Internationalisierung*[17] ihrer Geschäfte gezeigt, indem sie versuchen, Finanzmittel außerhalb der USA aufzubringen; auch Investitionen werden im Ausland getätigt, wobei Europa (Großbritannien, Niederlande) und der Ferne Osten (Japan, Taiwan, Singapur, Hongkong) bevorzugt werden.

a) Mittelverwendung der VC-Fonds

Die Mittelverwendung der drei wichtigsten VC-Fonds gibt Aufschluß über die Spezialisierung auf bestimmte Finanzierungsphasen, aus der auch das Maß der Risikobereitschaft ableitbar ist.

Generell ist feststellbar, daß SBICs risikoscheuere Anlagemöglichkeiten als Independent Private Funds und Corporate Funds bevorzugen[18]. Der größte Anteil aus den VC-Fonds wird bei *SBICs (1)* den Investments im *First- und Second Stage-Financing* mit einem *31,8-Prozent*-Anteil zugeführt, während *Independent Private Funds (2)* und *Corporate Funds (3)* ihre Hauptaktivitäten auf die vorgelagerte *Start-Up-Phase* mit 32,9 Prozent bzw. 28 Prozent verlegen.

Beim Seed-Financing führt (3) mit 16,9 Prozent vor (2) 11,9 Prozent und (1) 5,1 Prozent. Werden die *ersten beiden Finanzierungsphasen* (Seed-Financing und Start-Up Financing) betrachtet, dann liegen (2) und (3) mit je 45 Prozent vor (1) mit 28 Prozent; bei den *ersten drei Finanzierungsphasen* (Seed-Financing, Start-Up Financing, First Stage Financing) liegt (2) mit 72 Prozent vor (3) mit 69 Prozent und (1) mit 60 Prozent.

Tabelle 1 zeigt die gesamte Verwendung der VC-Investments im Jahr 1985 nach VC-Fonds dem zugehörigen prozentuellen Anteil auf die Finanzierungsphase[19].

Tabelle 1

Finanzierungsphasen	Fondstyp „SBIC"	„Independent"	„Corporate"
Seed	5,1	11,9	16,9
Start-Up	22,9	32,9	28,0
First-Stage, Second-Stage	31,8	26,3	24,2
Third-Stage, Fourth-Stage	17,2	12,0	13,4
Bridge Financing	2,6	3,6	2,2
Buy-Outs*	13,3	9,6	13,1
Other	6,5	3,3	3,4
	100%	100%	100%

Tabelle 2 zeigt den gesamten VC-Pool, der 1986 24.100 Millionen Dollar betragen hat und der folgend gespeist wurde[20] [21]:

Tabelle 2

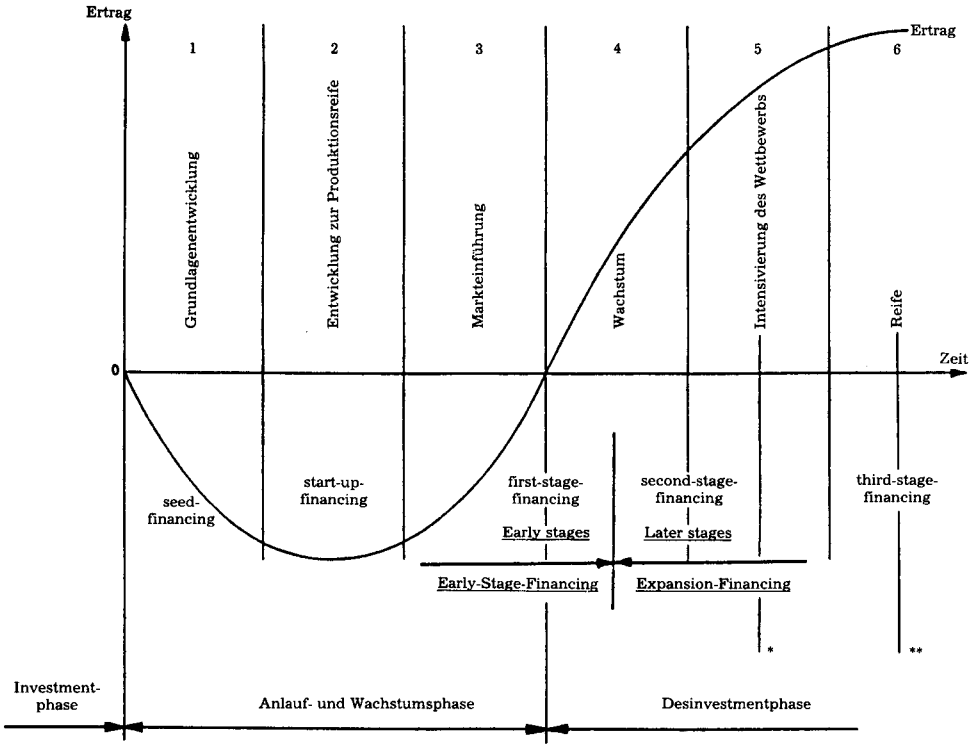
Fondstyp	Anteil am VC-Pool in $ und %	VC-Gesellschaften (Anzahl ±5%)	Fondsvolumen je VC-Gesellschaft im Durchschnitt**
Independent Private Funds	(17.352 Mio. $) = 72%	200	86,76 Mio. $
Corporate Funds	(4.338 Mio. $) = 18%	100	43,38 Mio. $
SBICs	(2.410 Mio. $) = 10%	370	6,51 Mio. $
	(24.100 Mio. $) = 100%	670	

* Definition „Buy-Out" siehe Abb. 1

** Das privat organisierte VC-Geschäft dominiert im Anteil am gesamten VC-Pool und im Fondsvolumen je VC-Gesellschaft.

b) VC-Formen und Phasen im Wachstumszyklus einer innovativen Unternehmung

Abbildung 1[22]



* „Bridge Financing" dient ausschließlich dazu, ein Unternehmen „börsenfähig" zu machen. Dabei wird eine Eigenkapitalerhöhung vorfinanziert, um eine „salonfähige" Bilanz ca. 6–12 Monate vor dem Gang zur Börse (Going Public) zu erhalten. Die eingangs erwähnten Faktoren Zeit-Rendite erreichen in dieser Unternehmensentwicklungsphase ihr Optimum und bieten sich als idealer Ausstieg aus dem VC-Engagement an, indem die VC-Geber aus den Erträgen der öffentlichen Emissionen abgefunden werden und diese Mittel erneut zukunftsträchtigen Projekten zuführen.

** Buy-Out (Management Buy-Out = MBO) ist eine besondere Finanzierungsform, bei der Unternehmungen bzw. Abteilungen vom Management oder anderen Kapitalgebern (in der Expansionsphase, jedoch häufiger in der Degenerationsphase) übernommen werden, um einen neuen Wachstumskurs einzuschlagen.

Häufig werden in Praxis und Literatur die Vielzahl der Finanzierungsphasen, deren einzelne Grenzen fließend und in der Realität nicht exakt definierbar sind, in *3 Phasen* gegliedert[23]:

- Investmentphase
- Anlauf- und Wachstumsphase
- Desinvestitionsphase

aa) Die *Investmentphase* dient der Errichtung eines VC-Fonds, der risikobereites Kapital von privaten Anlegern akquiriert und diese Mittel dann zur Risikostreuung in mehrere, häufig neu gegründete Venture-

Unternehmen, typischerweise in der Form einer Minderheitsbeteiligung, investiert. Der Erwerb von Beteiligungskapital von Kapitalanlegern durch die VC-Gesellschaft sowie die Prüfung und Auswahl geeigneter Anlageobjekte erfolgt häufig parallel, d. h. Mittelaufbringung und Mittelverwendung überschneiden sich zeitlich. Die Prüfung der Beteiligungsmöglichkeiten bezieht sich sowohl auf die technologische Stellung des innovativen Produktes als auch auf das Management des finanzierten Venture-Unternehmens. Darüber hinaus erfolgt der Versuch einer Markteinschätzung und eine *Plausibilitätsprüfung* der vorgelegten Planzahlen. Gleichzeitig wird durch die Kapitalbündelung beim VC-Fonds die finanzielle Grundlage für ein professionelles Venture Management geschaffen. Die möglichst umfassende und kompetente strategische Managementunterstützung der finanzierten Venture-Unternehmen kann für die erfolgreiche Anlagepolitik der VC-Gesellschaft von größerer Bedeutung sein als die Streuung des Fondsvermögens zur Risikominderung.

bb) Die *Anlauf- und Wachstumsphase* ist zunächst durch Verluste gekennzeichnet. In dieser Phase ist die fachkundige unternehmerische *Beratung* und *Betreuung* des Venture-Unternehmens durch die VC-Gesellschaft von herausragender Bedeutung. Die unternehmerische Mithilfe kann sich dabei auf Fragen der Unternehmenspolitik und -strategie, auf die Personal- und Vertriebspolitik, auf die zukünftige Finanzierung sowie auf die Vermittlung internationaler Geschäftsverbindungen beziehen, um die Wachstumschancen zu verbessern. Insbesondere die Funktion der VC-Gesellschaft als Kontaktvermittler, die eine schnelle, gegebenenfalls weltweite Marktdurchdringung bei bestimmten innovativen Produkten ermöglicht, kann auf Grund der verkürzten Lebenszyklen entscheidend für den Erfolg des Venture-Unternehmens werden. Die renommierten VC-Gesellschaften sind deshalb zunehmend darauf bedacht, sich ein internationales Netzwerk an Beziehungen und Kontakten aufzubauen. Sofern sich das innovative Produkt am Markt durchsetzen sollte, erfolgt oft eine weitere Zuführung von VC, um die Vertriebskanäle auszubauen und die Marktposition des Venture-Unternehmens zu festigen.

cc) In der *Desinvestmentphase* müssen die Fondsmanager der VC-Gesellschaft zur Vorbereitung der Desinvestition für eine *Fungibilisierung der Unternehmensanteile* sorgen, um diese später über den öffentlichen Kapitalmarkt zu einem günstigen Zeitpunkt zu veräußern, da das Interesse der Kapitalgeber auf eine möglichst gewinnträchtige Veräußerung der Beteiligung ausgerichtet ist. Die Börseneinführung („Going Public") setzt häufig den Rechtsformwechsel beim finanzierten Venture-Unternehmen voraus. Den Abschluß der Desinvestmentphase bildet die Anteilsveräußerung sowie die Kapitalrückzahlung an die privaten Anleger, wobei sich im *Veräußerungsgewinn* aus dem Verkauf der Anteile am finanzierten Venture-Unternehmen eine Rendite widerspiegeln sollte, die dem Zeitraum der Zurverfügungstellung des Kapitals durch den privaten Anleger und dem eingegangenen Risiko Rechnung trägt.

II. Problemfelder und Lösungsvorschläge für Österreich

A) Problemfelder und Finanzierungsphasen[24]

1. Investmentphase

a) Problemfelder wirtschaftlicher Art

Die Kapitalakquisition erschwert sich durch folgende Punkte:

- Kapitalabflüsse in Hochzinsländer (insbesondere bei potentiellen Anlegern, die für VC-Beteiligungen in Frage kämen)
- Vorwiegend sicherheitsorientierte Anlagestrategie
- Fehlender Erfolgsnachweis, daß VC-Fonds bessere Rendite abwerfen als konventionelle, sichere Anlageobjekte
- Hoher Prüfungs- und Beratungsaufwand und die damit verbundenen Kosten.

Die funktionierende Kapitalbeschaffung wäre eine sehr einseitige Forderung, zumal die Kapitalverwendungsseite synchron angekurbelt werden müßte. Die Problematik liegt wie folgt in:

- Dem Mangel an Innovationsprojekten (das derzeitige Fondsvolumen[25] von insgesamt 620 Millionen Schilling ist durchschnittlich mit 50 Prozent ausgelastet – wobei Beteiligungen im Ausland inkludiert sind)
- Dem beengten Wirtschaftsraum für innovative Produkte und der kapitalintensiven internationalen Ausweitung des Vertriebssystems. Daraus abgeleitet wird auch eine attraktive Rendite schwieriger zu erzielen sein als im enorm großen Wirtschaftsraum der USA mit sehr homogenen Konsumentenverhalten
- Dem Fehlen eines Marktes für Anteile an nicht emissionsfähigen Unternehmungen
- Der Tatsache, daß Innovationsschübe durch Rüstungs- und Raumfahrtprogramme bei uns, wenn überhaupt, sehr bescheiden ausfallen.

b) Problemfelder rechtlicher Art

Institutionellen „Kapitalsammelstellen" (insbesondere Pensionsfonds und Versicherungen) sind durch rechtliche Bestimmungen bei der Vergabe von VC-Grenzen gesetzt.

Bei uns sind die Begriffe *Pensionskassen* und *Pensionsversicherung* gängig; Pensionskassen sind für Großunternehmungen relevant und erlangen im Bereich der Innenfinanzierung als langfristige Rückstellungen Bedeutung; Zuwendungen sind von der Körperschaftssteuer befreit, wenn sie 10 v. H. der Lohn- und Gehaltssumme nicht übersteigen (§ 4 EStG, § 6 KStG).

Pensionsversicherungen haben als oberste Aufgabe die Umschichtung der gesetzlichen Beitragszahlungen der Erwerbstätigen an den im Ruhestand befindlichen Bezugskreis vorzunehmen; sie übernehmen primär eine Transferfunktion – das Ansammeln von Finanzmitteln,

deren Veranlagung bzw. spätere Zuweisung nach US-amerikanischem Vorbild ist bei uns z. B. im ASVG nicht geregelt.

Versicherungen unterliegen dem Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG); § 74 regelt die Kapitalanlage nach Sicherheit, Rentabilität und Streuung der Mittel. Im § 76 sind Beteiligungen an Kapitalgesellschaften bis 10 v. H. des Grund- und Stammkapitals erlaubt, wenn bereits eine Notierung an der Wiener Börse vorliegt; Beteiligungen an anderen Gesellschaften und Einzelunternehmungen sind gem. § 76 Abs. 2 durch die Versicherungsaufsichtsbehörde zu genehmigen.

Daraus ist abzuleiten, daß seitens der Versicherungen nur solche Anlageformen gewählt werden, bei denen der Sicherheitsaspekt der oberste Grundsatz ist. In den Genuß kommen daher etablierte Großunternehmungen und nicht junge innovative kleinbetriebliche Strukturen.

Der Spareinlagenbestand privater Haushalte bei Banken hat 1988 ca. 1000 Milliarden Schilling betragen, doch sind die *Banken* im Rahmen des Kreditwesengesetzes (§ 31 KWG) verpflichtet, keine risikoreichen Beteiligungen einzugehen[26]. Auch die Politik der *Investmentfonds* ist nicht für kleine innovative Unternehmungen gedacht, zumal das Beteiligungskapital eher Großunternehmungen und dem Wachstum *bereits erfolgreicher* Unternehmen zugute kommt. Ihr sicherheitsorientiertes Denken sieht z. B. vor, keine Produkte vor Markteintritt zu forcieren. Darüber hinaus wären sämtliche Institutionen außerstande, bei VC-Finanzierungen eine adäquate *Managementunterstützung* anzubieten.

c) Problemfelder steuerlicher Art

Für Steuerpflichtige mit Spitzensteuersätzen war bis Ende 1988 eine Beteiligung an „Abschreibungsgesellschaften" nach dem § 23a EStG 1972 attraktiv. Die Motivation für ein derartiges Engagement lag nicht darin, an einem späteren Substanzzuwachs mit zu partizipieren, weshalb auch keine Beteiligung an innovativen Branchen erfolgt ist; vielmehr wurden „Abschreibungsmodelle" bzw. „Verlustmodelle" konzipiert, die in Verbindung mit vorzeitiger Abschreibung Beträge in Milliardenhöhe aus rein steuerlichen Überlegungen in volkswirtschaftlich fragwürdige Kanäle geleitet haben.

Durch die *Steuerreform 1988,* die 1989 wirksam wurde, sind sowohl § 23a EStG 1972 und die vorzeitige Abschreibung ersatzlos gestrichen worden, wodurch indirekt die Rentabilität von Abschreibungsgesellschaften reduziert wird.

Der neue Gesetzesrahmen wird der Forderung nach VC-Beteiligungen nur bedingt gerecht, da nach wie vor ein Bewertungsproblem besteht, um die Grenze zwischen reinem Abschreibungsmodell und Innovationsfinanzierung zu definieren.

Als typische Beteiligungsformen bieten sich die
- Kapitalmäßige Beteiligung (Aktien, GmbH-Anteil) und die
- Mitunternehmerische Beteiligung (Kommanditbeteiligung . . .) an.

Innovative Unternehmen bevorzugen nach US-amerikanischem Muster vorerst eine mitunternehmerische Beteiligung, die bei erfolgrei-

cher Wachstumsphase in eine kapitalmäßige umgewandelt wird, um das „Going Public" zu ermöglichen.

Obwohl der neue Gesetzesrahmen des EStG 1988 die Beteiligung mit VC an Kommanditgesellschaften attraktiver macht, indem künftig auch Verluste über 100 Prozent an die beschränkt haftenden Mitunternehmer zuweisbar sind, so ist eine später notwendige Umwandlung (z. B. Aktiengesellschaft) mit einer steuerlichen Mehrbelastung verbunden.

2. Anlauf- und Wachstumsphase

Diese Phase bringt wirtschaftliche Probleme mit sich, indem junge Technologieunternehmen mit ihren Produkten in direktem Wettbewerb mit Großunternehmen stehen, die bereits über ein ausgereiftes Vertriebssystem und internationale Geschäftsverbindungen verfügen.

Ein weiteres Problem stellt die Frage dar, ob Fondsmanager jene Fähigkeiten besitzen, um einem expandierenden Unternehmen beratend in allen Belangen zur Seite zu stehen.

Seitens der erfahrenen Industriemanager ist Mobilität und Bereitschaft zum Verlassen der Stammorganisation nur schwach ausgeprägt, um den Sprung zur Selbständigkeit über ein „Buy-Out" oder „Spin-Off"[27] zu wagen.

Problemfelder rechtlicher und steuerlicher Art sind in dieser Phase nicht so wesentlich als in der vor- und nachgelagerten.

3. Desinvestmentphase

a) Problemfelder wirtschaftlicher Art

Die Renditechance beim VC-Geber hängt primär von der gewinnträchtigen Veräußerung seiner Anteile ab; dabei ist eine größtmögliche Fungibilität erforderlich, die bei einer AG in Österreich mit folgenden Erschwernissen behaftet ist:

- Lange Vorbereitungszeit der Emissionen
- Hohe Prospektanforderungen
- Kosten der Emission (bis 15 Prozent des Emissionsvolumens)
- Aufwendige Publizitätspflichten
- Aufwendiger Führungsapparat der AG
- Neuemissionen werden autonom über den Bankenapparat begeben, der wesentlich die Voraussetzungen und Zulassung bestimmt – auch die Beteiligung der Banken am bereits bestehenden etablierten Unternehmen kann dabei die Neuemission behindern.

b) Problemfelder rechtlicher Art

Als Ausstieg aus dem VC-Engagement bieten sich 2 Alternativen an:

- Verkauf an ein Großunternehmen
- Streuung über breites Anlegerpublikum (Börseneinführung)

Die zweite Variante scheint aus wettbewerbspolitischen Überlegun-

gen die günstigere zu sein; problematisch ist dabei das *Bewertungsproblem,* da der Veräußerungserlös nicht zwischen VC-Geber und Beteiligungsnehmer, sondern seitens Dritter erfolgt.

Junge, schnell wachsende Unternehmungen können auf Grund des an der Börse geltenden Orientierungsrahmens bezüglich Alter, Gewinn, Emissionsvolumen, Publizität den Anforderungen des amtlichen Börsenhandels und des amtlich geregelten Freiverkehrs nicht gerecht werden und können lediglich in den außerbörslichen/ungeregelten „Telefonverkehr" einbezogen werden. Dadurch ergibt sich eine beschränkte Veräußerungsmöglichkeit für Anteile derartiger Unternehmungen, zumal bei diesem Emissionsvorgang den bereits erwähnten Kapitalsammelstellen von rechtlicher Seite Hemmnisse entgegenstehen.

Die Schaffung eines Parallelmarktes an der Börse mit akzeptablen Zulassungsbedingungen, die von jungen innovativen Unternehmungen erfüllbar sind, wäre dabei ein wichtiger rechtlicher Lösungsschritt.

c) Problemfelder steuerlicher Art

Hier sind alle mit der Umwandlung verbundenen steuerlichen Elemente relevant, die insbesondere vor dem Gang zur Börse einen Rechtsformenwechsel von einer Personengesellschaft zu einer Kapitalgesellschaft (AG) erfordern. Die vermögensteuerliche Doppelbelastung bringt dabei den gravierendsten Einschnitt.

B. Lösungsvorschläge nach Finanzierungsphasen[28]

1. Investmentphase

a) Lösungsvorschläge wirtschaftlicher Art

Zu überlegen wäre, ob neben den bereits existierenden VC-Gesellschaften, die vorwiegend von Banken getragen werden[29], die Gründung von öffentlich geförderten VC-Gesellschaften analog den US-amerikanischen SBICs möglich wäre. Konzessionierung, Finanzierung und Kontrolle müßte dabei von einer öffentlich unabhängigen Behörde (analog der Small Business Administration = SBA) erfolgen[30]. Auch die Gründung von *Rückversicherungsgesellschaften* könnte den VC-Gesellschaften Rückhalt und den Anlegern Vertrauen bieten.

Die momentane *Gründungspolitik* müßte vermehrt „innovative Gründungen" berücksichtigen, wodurch den Innovations- und Gründerzentren in Zusammenarbeit mit Universitäten erhöhte Bedeutung zukommt[31]. Weiters muß die bereits begonnene Umlenkung der Vermögensbildungspolitik konsequent weitergeführt werden, damit ein Teil der Geldkapitalbildung in Risikokapitalbeteiligungen transferiert werden kann, die bereits am Anfang des Wachstumszyklus einer innovativen Unternehmung mit dem „Seed-Financing" beginnt.

b) Lösungsvorschläge rechtlicher Art

Von gesetzlicher Seite müßten für die erwähnten Kapitalsammelstellen nach US-amerikanischem Vorbild risikoreiche *Beteiligungen in begrenztem Umfang* (5 Prozent der verwalteten Mittel) an nicht börsennotierten Unternehmungen ermöglicht werden. Weiters könnten Banken mehr Beitrag zur VC-Finanzierung leisten, indem sie einen bestimmten Prozentsatz ihres Aktivgeschäftes vom konventionellen Kreditgeschäft ausgliedern. Dieser Bereich sollte mit spezialisierten VC-Fonds kooperieren und mit ihnen in Form als Mitgesellschafter rechtlich verbunden sein. Dieser Ansatz entspringt aus der *Forderung nach Kontinuität,* denn bisherige VC-Aktivitäten sind ebenfalls mit gleicher Konstellation von Banken gesetzt worden.

Zwar ist unser gewähltes System schwerfälliger (nach erfolgter Projektsuche werden Fonds gebildet – in den USA werden zuerst Fonds gebildet), doch bietet es den Vorteil, daß nur Projekte nach einer guten Anlaufphase über breites Publikum refinanziert werden bzw. weiteres VC zugeführt wird. Das Anfangsrisiko trägt dabei die Bank, jedoch scheint das eine sinnvolle *„Erziehungsmethode"* für unser „anlagescheues Publikum" zu sein, das in weiterer Folge bereit ist, das Risiko vom Anfang einer VC-Finanzierung zu tragen.

c) Lösungsvorschläge steuerlicher Art[32]

Wie bei den Problemfeldern bereits erwähnt, kann ein anlegerfreundliches Steuersystem eine große Motivation für VC-Beteiligungen auslösen. Dabei wäre neben der kapitalmäßigen und mitunternehmerischen Beteiligung bei Anlegern mit schwächerer Beteiligungsintensität die Einführung einer völligen oder teilweisen Absetzbarkeit als Sonderausgaben bis zu einer bestimmten Höchstbetragsgrenze denkbar. Diese Forderung kommt dem bereits bestehenden „Genußscheinmodell" nach dem Beteiligungsfondsgesetz sehr nahe, doch müßte neben der bereits bestehenden zeitlichen Bindung der Beteiligung erstens ein *Sekundärmarkt*[33] geschaffen werden und zweitens *innovative Unternehmungen*[34] gefördert werden und nicht „erstklassige" mit bester *Bonität*[35].

Weiters wären die steuerlichen Rahmenbedingungen, die sich aus der wirtschaftlichen Forderung nach *SBICs* ergeben, entsprechend zu gestalten, indem staatliche Fördermittel nicht direkt den Unternehmungen zufließen, sondern über *zwischengeschaltete Institutionen* mit *„Treuhandfunktion"*, um die Rahmenbedingungen zur *Refinanzierung* von Staatsausgaben zu verbessern.

2. Anlauf- und Wachstumsphase

Die wesentlichste Forderung in dieser Phase ist diejenige wirtschaftlicher Art, wenn ein innovatives Unternehmen vor der Vermarktung eines erfolgversprechenden Produktes steht. Eine *Symbiose* von nicht konkurrierenden Klein- und Großbetrieben unter Ausnutzung vorhan-

dener Absatzkanäle könnte die notwendige rasche Vermarktung wesentlich fördern.

Aus diesem Grunde sind auch die „Spin-Offs" eine beliebte Konstellation von Klein- und Großbetrieben; das Vertriebssystem und der Bekanntheitsgrad sind förderlich für die erfolgreiche Vermarktung – falls ein Projekt „abstürzt", kann jedoch die rechtlich selbständige „innovative Einheit" dem soliden Firmenimage des Großbetriebes nicht schaden. Trotz der Selbständigkeit herrscht beim „Spin-Off" oft eine starke wirtschaftliche Abhängigkeit von der Muttergesellschaft, die eine Abschichtung erschweren kann. Interne Beratung in betriebswirtschaftlicher Hinsicht trägt wesentlich zum unternehmerischen Erfolg in dieser Phase bei. Selbst Fondsmanager sind dabei oft auf externe Berater angewiesen, die jedoch nicht mit ihrem Honorar bis zur „Abschichtung" warten und daher die noch angespannte Liquidität strapazieren. Zu überlegen wäre, ob eine staatliche Institution speziell in dieser Phase zum Zwecke der „Marktdurchdringung" für Beraterhonorare aufkommen könnte, die sich in weiterer Folge über das Steueraufkommen refinanzieren würden.

Ein weiterer positiver Effekt könnte dadurch erzielt werden, daß die wünschenswerte *vermehrte Kreditnachfrage* im Wachstumsverlauf erfolgreicher VC-Finanzierungen angekurbelt werden könnte[36].

Rechtliche und steuerliche Angelegenheiten sind in dieser Phase nicht so wesentlich als in der vor- und nachgelagerten.

3. Desinvestmentphase

a) Lösungsvorschläge wirtschaftlicher Art

Im wesentlichen soll anderen Rechtsformen als der AG die Möglichkeit zur Finanzierung über den Kapitalmarkt geboten werden. Die Forderung nach einem zweiten Börsensegment mit erleichterten (kostengünstigeren) Zulassungsbedingungen und Prospektanforderungen ist daher wesentlich – ohne aber dabei den „Anlegerschutz" zu reduzieren bzw. auszuhöhlen.

b) Lösungsvorschläge rechtlicher Art

Die Schaffung eines Parallelmarktes an der Börse muß bereits die Basis für wirtschaftlich-steuerliche Vorteile der in Betracht kommenden Unternehmungen beinhalten, wie z. B. Erleichterungen bei der Umwandlung von einer Personengesellschaft in eine AG. Auch sollte hier keine „Insellösung" angestrebt werden, sondern in Hinblick auf den *EG-Binnenmarkt* Richtlinien zur Koordinierung der Börsenzulassungsbedingungen erarbeitet werden. Der in den USA gut funktionierende „Over the Counter Market" bzw. der „Unlisted Securities Market" in Großbritannien sind speziell auf die Bedürfnisse junger kleiner Technologieunternehmen abgestimmt.

Ein börsenmäßiger Handel von *GmbH-Anteilen* und *Kommanditbeteiligungen* wäre einerseits über die geforderte „Parallelbörse" abwik-

kelbar, jedoch andererseits auch problematisch. Fast bei jeder GmbH ist – obwohl sie eine juristische Person verkörpert – die personelle Komponente sehr dominant, da vorwiegend Gesellschafter die Geschäftsführung ausüben.

Anteilsveräußerungen sind nur über die Generalversammlung und mittels Notariatsakt (§ 76 GmbHG) möglich, wobei den verbleibenden Gesellschaftern meist das Vorkaufsrecht ab der Gründung der GmbH vertraglich zusteht. Eine leichte Handelbarkeit der Anteile könnte daher zu einer nicht mehr berechenbaren externen Einflußnahme von wechselnden Unbekannten führen und somit die Geschäftsführung erheblich erschweren.

Eine interessante Möglichkeit würde daher eine *„kleine AG"* bieten; in den USA gibt es die *„Subchapter S-Bestimmung"*[37], nach der eine kleine AG (S-Corporation) unter bestimmten Voraussetzungen wie eine Personengesellschaft behandelt wird und doch bezüglich „Fungibilität" die Vorteile einer AG besitzt.

c) Lösungsvorschläge steuerlicher Art

Die AG bietet sich als typische Rechtsform zum Zeitpunkt des Ausstieges aus dem Venture Engagement an. Der Kapitalgeber wird nach dem „Dreieck" *Zeit – Rendite – Risiko* eine entsprechende Abgeltung für jahrelangen Konsumverzicht erwarten. Die Besteuerung bzw. die eventuell hinzunehmenden Verluste sollten für alle Beteiligten über das steuerpflichtige Einkommen abwickelbar und mit einer reduzierten Veräußerungsgewinnsteuer belastet sein; im derzeitigen EStG §§ 30 und 31 sind zwar Spekulationsgeschäfte und die Veräußerung bestimmter Beteiligungen liberaler geregelt als im EStG 1972, doch müßten Rahmenbedingungen für VC-Beteiligungen noch explizit erwähnt werden (siehe Punkt D Beispiel a).

C. Gesellschaftlich-soziale Problemfelder und Perspektiven[38]

Neben den wirtschaftlichen, rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen nehmen diejenigen gesellschaftlich-sozialer Art eine nicht zu unterschätzende Stellung ein.

1. Die wesentlichen Problemfelder

a) Sicherheitsdenken und Risikoaversion

- Bei leitenden Angestellten: „Verminderter" Drang zur Selbständigkeit hemmt auch die Venture-Aktivitäten im Bereich von „Spin-Offs" und „Buy-Outs".
- Bei Kapitalanlegern: Das Anlageverhalten ist gegenwärtig auf risikoarme Anlagen fixiert; es fehlt auch noch der Nachweis, ob VC als junges, neues Anlagesegment das Risiko adäquat vergüten kann.
- Bei Behörden: Zulassungsbedingungen zur Gewerbeaufnahme sind

zu sehr an „statische Prüfverfahren" gebunden als nach künftigen Marktchancen und -erfordernissen ausgerichtet. (Selbst eine noch so strenge Zulassung kann nicht verhindern, daß eine Auslese von Unternehmungen über den Marktmechanismus erfolgt.)

b) Psychologische Hemmnisse bei Unternehmensgründern

Einerseits haben unsere Unternehmer eine zu geringe Eigenkapitaldecke (im Durchschnitt ca. 20 Prozent – USA 50 Prozent; siehe Punkt D Beispiel c), wodurch sich einerseits von dieser Seite bereits die Aufnahme eines gleichberechtigten Partners aus wirtschaftlicher Notwendigkeit ergibt, andererseits aber das *„Herr-im-Haus-Denken"* die erforderliche Partnerschaft (mit einem Gesellschafter oder VC-Gesellschaft) empfindlich hemmt.

Weiters stellt die persönliche Haftung im Falle eines geschäftlichen Fehlschlages ein Hemmnis dar, das bei uns neben wirtschaftlichen Konsequenzen auch häufig mit sozialen Sanktionen verbunden ist.

c) Mangelnde unternehmerische Qualifikation

Technisch/kaufmännische Fähigkeiten in einer Person vereinigt sind bei uns im Vergleich zu den USA seltener vorzufinden, wodurch sich ein weiteres Hemmnis für innovative Unternehmensgründungen ergibt.

Gemäß Abb. 1 sind in der ersten Phase des Wachstumszyklus technische Fähigkeiten dominierend, die allmählich ab der Desinvestmentphase von betriebswirtschaftlich/kaufmännischem Know-how abgelöst werden müssen.

2. Wichtigste Lösungsvorschläge

a) Schaffen einer *Vertrauensbasis* für private Kapitalanleger durch Installierung von Kontrollinstanzen, die den Zugang einer VC-Gesellschaft durch erschwerte Konzessionsvergabe regeln. (Falls auch neben dem Bankenapparat in Anlehnung an die USA „Intependent Private Funds" eingerichtet werden sollen, dann wäre das eine zentrale Forderung, denn Negativbeispiele aus dem Ausland gibt es zur Genüge.)
   Insbesondere das Genußscheinmodell in einer sukzessiven Abänderung nach den bereits erwähnten Forderungen wäre ein Schritt zur Aktivierung breiter Anlegerkreise und ein Hinführen des *„Sparers"* zum *„Investor"*.
b) Kurse für Existenzgründer, die in den USA zum Standardangebot zählen, müßten bei uns aufgenommen werden bzw. wären im selben Zuge administrative Hemmnisse zwischen *Universität* und *Wirtschaft* abzubauen, um die Fluktuation zwischen beiden Forschungspolen zu erhöhen.
c) Die Hauptaufgabe, um eine VC-Gesinnung mit Breitenwirkung zu erzielen, müßte der Staat übernehmen, wobei in Anbetracht der

Budgetproblematik keine gravierenden Einschnitte zu befürchten wären. Einnahmenausfälle durch steuerliche Erleichterungen für VC-Gesellschaften und Anleger wären über den Multiplikationseffekt aufstrebender Branchen durchaus gerechtfertigt (siehe Punkt D Beispiel a).

D. Praktische Fragen und Beispiele über Venture Capital

Das zentrale Problem – wie überhaupt bei jeder Finanzierungsform – ist die Frage, ob sich der Kapitaleinsatz künftig refinanziert; Bindungsdauer und Risiko sollen durch eine entsprechende Rendite abgegolten werden.

Die erwähnten Rahmenbedingungen, die letztlich das Klima der VC-Finanzierung prägen, müßten durch ein ineinandergreifendes Gesetzeswerk geschaffen werden; gewährte Steuerbefreiungen bei VC-Gesellschaften und Anlegern könnten dabei durch das überdurchschnittliche Wachstum innovativer Unternehmungen über ihr Steueraufkommen und der eventuellen Besteuerung des Anlegers bei der „Abschichtung" wiederum zurückfließen. Falls sich die Portfoliopolitik wie beim Genußscheinmodell mehr auf statische als auf dynamische Unternehmensmerkmale bezieht und die Zuführung von Beteiligungskapital ohne Managementunterstützung sich auf Branchen mäßigen Wachstums konzentriert, dann wird die Rechnung mit dem Refinanzierungsaspekt nicht aufgehen.

Tabelle 3[39] zeigt die VC-Aktivitäten in den USA und Österreich im Jahr 1985 bzw. wie sie bei uns unter Berücksichtigung US-amerikanischer Kennzahlen sein sollten.

Um die Verbreitung von VC in Österreich nach den Maßstäben der USA durchzuführen, müßte ein Fondsvolumen von ca. 4–6 Milliarden Schilling (je nach Wechselkursbandbreite) vorhanden sein, das von ca. 15 VC-Gesellschaften verwaltet werden könnte; als rechtlicher Rahmen wäre ein überarbeitetes Genußscheinmodell nach dem Beteiligungsfondsgesetz geeignet (siehe Fußnoten 32–35).

Tabelle 3

	USA	Österreich
VC in Mio. US-$	16.000	13
BIP in Mrd. US-$	3.635	64
VC in % des BIP	0,44	0,02
Einwohner in Mio.	234	7,5
VC pro Einwohner in US-$	68	1,7

0,44% von 64 Mrd. US-$	= 281 Mio. US-$	Mittelwert 395 Mio. US-$
7,5 Mio. Einwohner × 68 US-$	= 510 Mio. US-$	

Beispiele:

a) Etwa *5 Milliarden Schilling* wären an VC bereitzustellen; wenn angenommen wird, daß sich nicht das breite Publikum daran beteiligt, sondern Einkommensklassen ab S 700.000,– p. a., die einem derzeitigen Steuersatz von 50 Prozent unterliegen, dann ergäbe das bei vollständiger Absetzbarkeit der Beteiligungen *ca. 2,5 Milliarden Schilling Steuerausfall.* Auf Grund einer empirischen Studie[40] wurde festgestellt, daß in etwa 7 Jahren Rückflüsse in 3facher Höhe erzielt werden (das entspricht einer Verzinsung von ca. 20 Prozent p. a.). Durch die „Abschichtung" der Beteiligungen würden 17,5 Milliarden Schilling den Investoren zufließen und bereits bei einer *Veräußerungsgewinnsteuer von 15 Prozent* wäre der anfängliche Steuerausfall mit 2,6 Milliarden Schilling wiederum refinanziert.

b) *VC* macht in den USA ca. *3–5 Prozent* des Finanzierungsbedarfes der Industrie aus. 1986 wurden lt. RZK für OÖ ca. 44 Prozent des Kreditvolumens für Gewerbe und Industrie verwendet[41]. Bei einem Sparkapital von ca. 1000 Milliarden Schilling, das hier mit dem verfügbaren Kreditvolumen für Östrerreich gleichgesetzt werden kann, stehen ca. *440 Milliarden Schilling* für Gewerbe und Industrie zur Verfügung und bereits *1 Prozent* davon in andere Kanäle geleitet, könnte der Forderung nach VC in der Höhe von *ca. 5 Milliarden Schilling* genügen.

c) Ein wesentlicher Hemmschuh ist in Österreich die bereits erwähnte Eigenkapitallücke, die selbst bei einer Minderheitsbeteiligung einer VC-Gesellschaft nach US-amerikanischem Standard kaum zu füllen ist.

Ein weiteres Beispiel soll diese Problematik der Kapitalausstattung in *Tabelle 4* veranschaulichen[42]:

Tabelle 4

	USA	Österreich
Eigenmittel der Gründer*	2,5 GE	1,0 GE
+ VC-Beteiligung**	2,0 GE	0,8 GE
Eigenmittel + VC-Beteiligung	4,5 GE	1,8 GE
+ Fremdmittel (Kredit)***	18,0 GE	7,2 GE
Finanzierungsvolumen	22,5 GE	9,0 GE

Anmerkungen und Annahmen:

GE Geldeinheiten

* In den USA betragen die Eigenmittel der Gründer ca. 50% der Bilanzsumme und in Österreich ca. 20%; demnach stehen für vergleichbare Investitionsvorhaben Eigenmittel mit 1 GE in Österreich bzw. mit 2,5 GE in den USA zur Verfügung.

** VC als Minderheitsbeteiligung in der Höhe von 80% der Eigenmittel.

*** Die Commerzbank gewährt einen Kredit in der Höhe der 4fachen Summe aus Eigenmittel und VC-Beteiligung; bei gleicher Risikopräferenz einer Projektfinanzierung würde sich zwischen der anfänglichen Differenz von 1,5 GE im Vergleich USA–Österreich nach der Zuführung von VC und Kredit eine beachtliche Differenz im Finanzierungsvolumen in der Höhe von 13,5 GE zugunsten der US-Firma dank der qualifizierteren Eigenmittelausstattung der Gründer ergeben.

Ein innovatives Unternehmen ist bereits tätig und benötigt zur Marktdurchdringung eine bessere Kapitalausstattung mittels VC, von der wiederum eine Kreditgewährung durch die Bank abhängig gemacht wird.

Dieses in Tabelle 4 dargestellte Beispiel zeigt auf, daß bei der Forderung nach mehr Venture Capital in Österreich die Eigenmittelausstattung, die auch auf innovative Unternehmungen übertragen werden kann, ein weiteres hemmendes Moment darstellt.

Anmerkungen

1 Vgl. Merkle, Erich: Finanzierung mit Venture Capital, in: WiSt-Zeitschrift für Ausbildung und Hochschulkontakt, Heft 5, München 1984, S. 245
2 Vgl. Nathusius, Klaus: Venture Management, Berlin 1979, S. 194 f.
3 Vgl. Nathusius, Klaus: a. a. O., S. 196 ff.
4 Nathusius, Klaus: a. a. O., S. 198
5 *Anm.:* In dem Moment, wo bei künftigen geschäftlichen Aktivitäten nicht das Materielle, sondern die Person im Vordergrund steht, ist immer ein Vorschuß an Vertrauen notwendig, um überhaupt das Neue-Innovative beginnen zu können.
6 Bei der direkten Befragung von VC-Gesellschaften gaben Fondsmanager immer zu erkennen, daß das Management gerade in aufstrebenden innovativen Branchen den größten Garant für den Unternehmenserfolg darstellt, weshalb VC-Gesellschaften bestrebt sind, neben der finanziellen Beteiligung auch Managementunterstützung anzubieten.
7 Vgl. Fischer, Lutz: Problemfelder und Perspektiven der Finanzierung durch Venture Capital in der Bundesrepublik Deutschland, in: DBW, Heft 1, Stuttgart 1987, S. 9 f.
8 Durch die im September 1986 verabschiedete Steuerreform wurde dieser Steuersatz wieder auf 28 Prozent angehoben, während die übrigen steuerlichen VC-Rahmenbedingungen unberührt blieben; der Grund dafür lag in budgetpolitischen Überlegungen.
9 Vgl. Hofstätter, Karl: „Small Business and Venture Capital – Aktuelle Daten und Trends", Forschungsprojekt University of West Florida, Johannes-Kepler-Universität, Linz 8/1988
10 Vgl. US-General Accounting Office: Government-Industry Corporation can enhance the venture capital process, GAO/AMFD 82–35, 12. August 1982, S. 15
11 Der Grund liegt vor allem darin, daß das Federal Government nur ein bestimmtes Volumen von günstigen Krediten für SBICs zuläßt, obwohl die Wirtschaft mehr gebrauchen könnte; die Rechtfertigung dafür liegt in der Förderung der freien Marktwirtschaft bei Begrenzung staatlicher Einflußnahme (z. B. wurden von 1982 bis 1984 die Mittel bei 160 Millionen Schilling „eingefroren" und erst 1985 auf 265 Millionen Schilling angehoben).
12 Vgl. Krejs, Franz R.: Das Modell der Venturekapital-Gesellschaft und seine mögliche Übertragung auf Österreich, in: Creditanstalt (Hrsg.): Innovation – Chance für die Zukunft, Wien 1983, S. 40 f.
13 Vgl. Krejs, Franz R.: a. a. O., S. 42
14 Vgl. New York University – Center of Entrepreneurial Studies: Entre preneurship and its Impact on the US Economy, December 1984, S. 24
15 Vgl. Nathusius, Klaus: a. a. O., S. 200 f.
16 Vgl. Bundeskammer der Gewerblichen Wirtschaft (Hrsg.): Innovationen in den USA – Ergebnisse einer Studienreise, Wien 1983, S. 11 f.
17 Dieser Trend hält weiter an, wie bei der Befragung diverser VC-Gesellschaften festgestellt werden konnte – „Independent Private Funds" zeigen dabei die Hauptaktivitäten.

18 Der Grund liegt darin, daß SBICs vom Federal Government billiges Geld auf Kreditbasis erhalten, woraus sich der VC-Charakter in abgeschwächter Form äußert, indem Investments in der Frühphasenfinanzierung vorsichtiger beurteilt werden.
19 Entnommen aus: Perez, Robert C.: Inside Venture Capital – past, present and future, New York 1986, S. 128
20 Vgl. United States Government Printing Office: The State of Small Business, A Report of the President, Washington D. C. 1987, S. 92
21 Durch den hohen Stellenwert marktwirtschaftlicher Prinzipien sind die „Independent Private Funds" am stärksten vertreten, woraus sich der eher bescheidene staatliche Eingriff in die Innovationsszene ableiten läßt. Die Finanzmittel für SBICs wurden für das Jahr 1985 mit 265 Millionen Schilling festgelegt und bis heute konstant gehalten. Bei den Corporate Funds sind die Industrieunternehmen am erfolgreichsten und haben ihre höchsten Zuwächse im Bereich des Spin-Offs.
22 Entnommen aus: Merkle, Erich: a. a. O., S. 247
23 Vgl. Fischer, Lutz: a. a. O., S. 13
24 Vgl. Fischer, Lutz: a. a. O., S. 14 ff.
25 Das einzelne Fondsvolumen der in Österreich agierenden VC-Gesellschaften Ende 1988? Horizonte Venture Management Ges. m. b. H. (260 Millionen)
CA-3 Banken VF 1 Aktiengesellschaft (100 Millionen)
GZ-Venture Beteiligungsmanagement Ges. m. b. H. (60 Millionen)
Euroventures Austria CA Fonds AG (200 Millionen)
26 Beim traditionellen Aktivgeschäft der Banken in Form von Kreditvergaben muß festgestellt werden, daß im Vergleich USA – Österreich unsere Banken mehr Risiko tragen; was aus der durchschnittlichen Eigenkapitalquote der Betriebe (USA ca. 50 Prozent, Österreich unter 20 Prozent) und der hohen Sparquote der privaten Haushalte (bei uns ca. 4mal höher als in den USA), sich wiederum in einem höheren Kreditvolumen widerspiegelt.
27 Eine organisatorische Konstellation durch die Integration von Groß- und Kleinsystemen ermöglicht den optimalen Ablauf eines Innovationsprozesses und wird als Spin-Off bezeichnet; in der Phase der *Ideengenerierung* wird von der Muttergesellschaft eine rechtlich und organisatorisch selbständige innovative Einheit ausgegliedert (hier ist das Kleinsystem effizient) bzw. bei erfolgreichem Verlauf in der Phase der *Routinisierung* wiederum an die Stammorganisation der Muttergesellschaft angegliedert (hier ist das Großsystem effizient).
28 Vgl. Fischer, Lutz: a. a. O., S. 18 ff.
29 In den USA ist durch das historisch gewachsene „Trennsystem" das Investment Banking mit dem Commercial Banking nicht vereint, während in unserem „Verbundsystem" die VC-Aktivitäten vom traditionellen Bankensektor aus gestartet werden.
30 Z. B.: Für den überregionalen Bereich Bundeswirtschaftskammer – für den regionalen Bereich Handelskammer und Landesregierung bzw. aus diesen Institutionen ausgegliederte Spezialabteilungen mit Expertenstäben.
31 Vgl. Hofstätter, Karl: a. a. O., S. 147 ff.
32 Vgl. Stöber, Kurt: Zur Entwicklung der Beteiligungsfonds, in: Österreichisches Bankarchiv, Heft 11/1987, S. 793 f.
33 Der Sekundärmarkt wäre wünschenswert, doch müssen transaktionstechnische Hemmnisse und informationstechnische Probleme gemeistert werden; als Beteiligungspapier würde sich eine stimmrechtlose börsennotierte Vorzugsaktie mit verkürzter Behaltsfrist eignen, wobei das Stimmrecht bei Ausbleiben der Dividende in 2 aufeinanderfolgenden Jahren (AktG §§ 115–117) nicht aufleben darf.
34 Innovative Unternehmungen kommen beim jetzigen Genußscheinmodell zu kurz, denn der Förderungsauftrag liegt primär in der Eigenkapitalzuführung, die aus der Sicht der Unternehmungen als längerfristiges Fremdkapital betrachtet wird. Im Falle eines neuen Genußscheinmodells – ausschließlich für innovative Unternehmungen – wäre auch erforderliche Managementberatung bereitszustellen!
35 Das derzeitige Genußscheinmodell brachte von 1982 bis 1986 ein Emissionsvolumen von 9610 Millionen Schilling, wobei die staatliche Förderung der Anleger mit ca. 4000 Millionen Schilling angesetzt wird. Fraglich ist, ob durch die Portfoliopolitik der Fonds dieser Förderungsbetrag durch das „induzierte" Firmenwachstum und das dadurch höhere Steueraufkommen refinanzierbar ist.

36 Auch in den USA ergibt sich aus diesem Effekt eine Symbiose zwischen „Investment Banking" und „Commercial Banking". Für unser System würde das bedeuten, daß eine Bank, die eine VC-Abteilung ausgliedert, über diese ihre Kreditabteilung ankurbeln könnte.

37 Die wichtigsten Bestimmungen sind:
Nur rechtlich selbständige einheimische Unternehmen, deren Anteilseigner natürliche Personen und Deviseninländer sind, erhalten den Status „S-Corporation"; weiters ist nur eine Klasse von Anteilseignern zugelassen (z. B. keine Vorzugsaktien), deren Anzahl nicht mehr als 35 betragen darf. (Vgl. Siropolis, Nicholas C.: Small Business Management – a guide to enterpreneurship, 3. Auflage, Boston 1986, S. 199)

38 Vgl. Fischer, Lutz: a. a. O., S. 27 ff.

39 Entnommen aus: Hofstätter, Karl: a. a. O., S. 169

40 Es wurden 100 Beteiligungen untersucht, die bereits 50 Prozent als unzufriedene Investments bzw. Verluste ausweisen.
(Vgl. Bundeskammer der Gewerblichen Wirtschaft [Hrsg.]: a. a. O., S. 17 f.)

41 Vgl. Oö. Raiffeisen-Zentralkasse (Hrsg.): Geschäftsbericht 1986, S. 21

42 Vgl. Hofstätter, Karl: a. a. O., S 171

Literatur

Baran, Peter: Das Versicherungsaufsichtsgesetz – Gesetzesstand 1. Juli 1987, Wien 1987

Baumol, W.: The Stock Market and Economic Efficiency, New York 1965

Bremer, Heinz: Grundzüge des deutschen und ausländischen Börsenrechts, Berlin 1969

Bundeskammer der Gewerblichen Wirtschaft (Hrsg.): Innovationen in den USA – Ergebnisse einer Studienreise, Wien 1983

Bzoch-Bittner: Kreditwesengesetz in der Fassung der Novelle 1986, Wien 1986

Creditanstalt Bankverein (Hrsg.): Aktiengesetz mit Mustersatzung, 2. Auflage, Wien 1986

Doralt, Werner (Hrsg.): Kodex des Österreichischen Rechts, Steuerrecht, 11. Auflage, Wien 1988

Fischer, Lutz: Problemfelder und Perspektiven der Finanzierung durch Venture Capital in der Bundesrepublik Deutschland, in: DBW, Heft 1, Stuttgart 1987

Girozentrale (Hrsg.): Girozentrale-Beteiligungsreport 1988, Wien 1988

Goldmann, Wilhelmine: Innovation und Venture Capital in den USA, in: Wirtschaft und Gesellschaft, 2/1983

Hofstätter, Karl: „Small Business and Venture Capital – Aktuelle Daten und Trends", Forschungsprojekt University of West Florida, Johannes-Kepler-Universität, Linz 8/1988

Krejs, Franz R.: Das Modell der Venturekapital-Gesellschaft und seine mögliche Übertragung auf Österreich, in: Creditanstalt (Hrsg.): Innovation – Chance für die Zukunft, Wien 1983

Merkle, Erich: Finanzierung mit Venture Capital, in: WiSt-Zeitschrift für Ausbildung und Hochschulkontakt, Heft 5, München 1984

Mooslechner, P./Nowotny, E.: Gesamtwirtschaftliche Finanzierung und öffentliche Verschuldung, Wien 1980

Nathusius, Klaus: Venture Management, Berlin 1979

New York University – Center of Entrepreneurial Studies: Entrepreneurship and its impact on the US economy, December 1984

Oö. Raiffeisen-Zentralkasse (Hrsg.): Geschäftsbericht 1986

OECD: Innovation in Small and Medium Firms, Paris 1982

Österreichischer Wirtschaftsbund (Hrsg.): Die große Steuerreform – Fakten und Argumente, Wien 1988

Perez, Robert C.: Inside Venture Capital – past, present and future, New York 1986

Rothschild, Kurt: Einführung in die Ungleichgewichtstheorie, Wien 1981

Schönherr-Torggler: Gesetz über Gesellschaften mit beschränkter Haftung, Stand 1. Juli 1988, 3. Auflage, Wien 1988

Schumpeter, Josef: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. Eine Untersuchung über Unternehmergewinn, Kapital, Kredit, Zins und Konjunkturzyklus, 1911, zitiert nach der 6. Auflage, Berlin 1964
Silver, David: „Who's Who in Venture Capital, 4. Auflage, New York 1988
Siropolis, Nicholas C.: Small Business Management – a guide to entrepreneurship, 3. Auflage, Boston 1986
Stöber, Kurt: Zur Entwicklung der Beteiligungsfonds, in: Österreichisches Bankarchiv, Heft 11/1987
United States Government Printing Office: The State of Small Business, A Report of the President, Washington D. C. 1987
The University of West Florida – Small Business Development Center: A short guide to writing a Business Plan, Pensacola 1987
US-General Accounting Office: Government-Industry Corporation can enhance the venture capital process, GAO/AMFD 82–35, 12. August 1982
Wall Street Journal: Small Business – Going your own way, Section 4, 15. Mai 1987
Venture – For Entrepreneurial Business Owners & Investors: September–November 1987