

POLICY BRIEF

Nr. 1/18, 11. Oktober 2018

Der Einfluss von Diversität und Standort auf den Zugang zu Risikokapital für Unternehmen in Österreich

Sascha Sardadvar, WPZ Research

Das geringe Volumen an Risikofinanzierungen gilt als chronische Schwäche des österreichischen Innovationssystems. Die Regierung hat in ihrem 2017 vorgestellten Programm die Entwicklung einer Gesamtstrategie für Risikokapitalfinanzierungen angekündigt; konkrete Maßnahmen wurden bereits von der vorangegangenen Regierung gesetzt. Je mehr Risikokapital öffentlich gestützt wird, umso wichtiger wird eine effiziente Verteilung. Forschungsarbeiten der WPZ Research zeigen auf, dass Diversität des Managements sowie Ansiedlung in bestimmten Bundesländern die Chance für ein Unternehmen beeinflussen, risikofinanziert zu sein.

Einleitung

Österreich ist, wie die meisten fortgeschrittenen Industriestaaten, seit längerer Zeit bestrebt, das Finanzierungsvolumen für junge, innovationsgetriebene Unternehmen (Start-ups) zu erhöhen. Vergleichbare Länder wie Dänemark und Schweden, die diesbezüglich Jahr für Jahr von der Europäischen Kommission als Vorbild hervorgehoben werden, mussten selbst jahrelang Wege und Irrwege beschreiten. Mit verschiedenen Maßnahmen wird versucht, Österreichs Rückstand zu reduzieren. Auf den Weg gebracht wurden zuletzt eine Risikokapitalprämie und ein neues Mittelstandsfinanzierungsgesetz, welche beide mit öffentlichen Mitteln Investitionen in Start-ups attraktiver werden lassen.

Es bestehen zwei wesentliche Gründe, weshalb Maßnahmen dieser Art sinnvoll sind. Erstens deutet das derzeit geringe Volumen an Risikofinanzierung auf eine Finanzierungslücke hin – es existieren potenziell profitable Projekte, die jedoch nicht umgesetzt werden, da sie nicht finanziert werden. Davon sind insbesondere junge, innovative Unternehmen betroffen: Aufgrund des hohen geschäftlichen Risikos, das mit Innovationen zwangsläufig verbunden ist, stehen Banken üblicherweise nicht als Kreditgeber zur Verfügung. Es besteht allerdings abseits der Banken nicht das ausreichende Angebot, Investitionen mit höherem Risiko durchzuführen, da der Kapitalmarkt in Österreich aufgrund der Dominanz der Kreditfinanzierung nur eine untergeordnete Rolle spielt. Der springende Punkt ist, dass aufgrund der Risikoaversion der Banken und vermutlich auch österreichischer Investoren zahlreiche Projekte mit überdurchschnittlich hohem Erwartungswert nicht finanziert werden. Das wirkt sich mittelfristig negativ auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung aus, da vorhandenes Potenzial ungenutzt bleibt. Stünde mehr Risikokapital zur Verfügung, gäbe es mehr finanzierte Start-ups und somit eine größere Wahrscheinlichkeit für das Auftreten innovativer Wachstumsunternehmen.

Der zweite Grund bezieht sich somit auf die Chance, dass von zahlreichen jungen, innovativen Unternehmen einige wenige so erfolgreich sein werden, dass sie auf lange Sicht zusätzliches Einkommen und Beschäftigung generieren. Von einer Vielzahl von Start-ups wird nur ein Bruchteil je Gewinne generieren. Doch umso mehr junge, dynamische, innovative Unternehmen sich weiterentwickeln können, desto

größer ist die Chance auf einige wenige hochproduktive, Profite und hohe Löhne generierende Unternehmen in der Zukunft.

Das Ziel des vorliegenden Policy Briefs ist, Hindernisse beim Zugang zu Risikokapital in Österreich aufzuzeigen, um diese dann auch bei der Entwicklung von Maßnahmen im Bereich Stärkung der Risikokapitalfinanzierung in Österreich zu berücksichtigen. Im folgenden Abschnitt wird ein Überblick über den Zusammenhang von Innovationstätigkeit und Risikofinanzierung gegeben. Anschließend werden Unzulänglichkeiten und Verzerrungen innerhalb Österreichs empirisch belegt, bevor im letzten Abschnitt die Befunde kurz diskutiert werden.¹

Innovationstätigkeit und Risikofinanzierung

Bereits James Watts Dampfmaschine wäre ohne Risikofinanzierung nie zur Marktreife gelangt. Ein heutiges Pendant ist Google, ein Unternehmen, das veranschaulicht, dass selbst spätere Giganten während ihrer Wachstumsphase ständig vom Scheitern bedroht sind. Und dennoch, ohne Risikofinanzierung würde Google heute höchstwahrscheinlich nicht existieren. Aus Sicht eines Investors: In ein Start-up zu investieren bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit eines Totalausfalls größer ist als bei anderen Investitionsmöglichkeiten; die Wahrscheinlichkeit auf sehr hohe Gewinne jedoch ebenso. Auch wenn auf lange Sicht der Erwartungswert höher sein mag als bei anderen Investitionsmöglichkeiten, so gibt es natürlich gute Gründe, ein derart hohes Risiko nicht einzugehen. Statistisch gesehen spielt der Zufall hier eine noch größere Rolle als bei anderen Investitionsmöglichkeiten, da auch bei intensivstem Screening es schlicht unmöglich ist, Marktentwicklungen für bisher nichtexistierende Güter vorherzusehen.

Das Problem wird durch die traditionelle Risikoscheu österreichischer Investoren noch verstärkt. Das drückt sich u.a. in der geringen Bereitschaft österreichischer Haushalte aus, in Aktien zu investieren (vgl. Keuschnigg & Kogler, 2016). Daraus folgt, dass Projekte mit hohem Erwartungswert bei gleichzeitig hohem Ausfallrisiko eine geringere Chance als in anderen Ländern haben, finanziert zu werden. Wenn es ein politisches Ziel ist, das Volumen der Risikofinanzierung in Österreich zu erhöhen, damit mehr Unternehmen mit großem Wachstumspotenzial auch tatsächlich wachsen können, müssen die Rahmenbedingungen der Risikofinanzierung attraktiver werden.

Geht man davon aus, dass das kreative Potenzial in Österreich genauso hoch ist wie in anderen Ländern, dann liegt der Mangel an Risikofinanzierung entweder in den institutionellen Rahmenbedingungen oder dem Verhalten der Investoren begründet – die Evidenz deutet darauf hin, dass beides vorliegt. Zum einen sind Unternehmen in Österreich zur Finanzierung überwiegend auf Bankkredite angewiesen, Banken jedoch scheuen aufgrund ihres Geschäftsmodells riskante Investitionen, weshalb Start-ups hier kaum Zugang haben; zugleich ist der Kapitalmarkt in Österreich vergleichsweise schwach ausgeprägt, weshalb auch die Finanzierung über Anleihen problematisch ist. Zwar hat sich die Eigenkapitalquote österreichischer Unternehmen in den letzten zehn Jahren erhöht, ist sie im europäischen Vergleich jedoch immer noch schwach ausgeprägt (vgl. Demary u.a., 2016).

Theoretisch könnte fehlendes österreichisches Kapital durch ausländisches Kapital ersetzt werden, der freie Kapitalverkehr innerhalb der EU schafft hier an sich die notwendigen institutionellen Rahmenbedingungen. Allerdings ist die Unternehmensfinanzierung sehr stark von verfügbaren Informationen abhängig. Investoren sind typischerweise über die Möglichkeiten und Risiken am eigenen Standort wesentlich besser informiert als anderswo. Im Bereich der Risikofinanzierung gilt das umso mehr, da die Finanzierung oft mit Beratung und Kontrolle vonseiten der Kapitalgeber einhergeht („Smart Capital“). Die Forschung zeigt, dass Risikofinanziers bewusst die geografische Nähe zu einem lebendigen Start-up-Umfeld suchen, d.h. sie lassen sich bevorzugt dort nieder, wo sie die Gründung vielversprechender Unternehmen erwarten (Coe u.a., 2013). Diese räumliche Nähe zwischen Investoren und Start-ups kann schließlich eine Dynamik in Gang setzen, die selbstverstärkend ist, indem sich beide Seiten bewusst an bestimmten Standorten

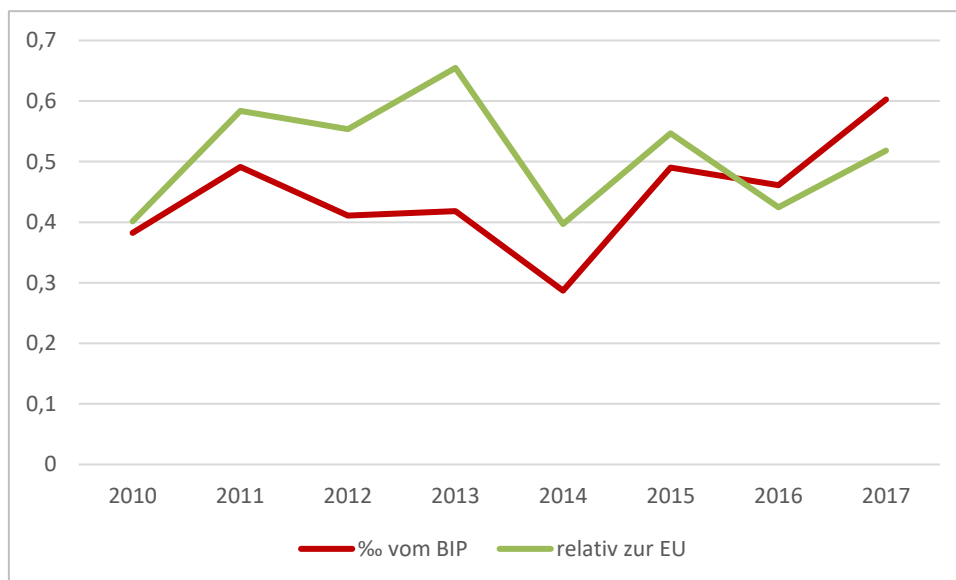
¹ Mit Risikokapital sind im vorliegenden Artikel, wie in der Literatur üblich, stets sowohl Private Equity als auch Wagniskapital (engl. „venture capital“) gemeint.

niederlassen und somit räumlich konzentrieren. Ist eine solche Dynamik jedoch nicht gegeben, so wirkt sich das zum Nachteil potenziell profitabler Projekte aus, da diese unter sonst gleichen Bedingungen eine geringere Wahrscheinlichkeit aufweisen, finanziert zu werden.

Situation in Österreich

Abbildung 1 zeigt die Entwicklung der Risikokapitalinvestitionen in Österreich für den Zeitraum 2010-2017 anteilig am Bruttoinlandsprodukt sowie im Verhältnis zur Entwicklung der EU (d.h. österreichisches Verhältnis dividiert durch EU-Verhältnis). Der Anteil am BIP ist in Österreich im Zehntel-Promille-Bereich angesiedelt und ist nur etwa halb so hoch wie in der Gesamt-EU. Trotz verschiedener Fördermaßnahmen und der Ausweitung der F&E-Quote ist kein klarer Aufwärtstrend Österreichs erkennbar, weder in Bezug auf sich selbst noch zur EU. Österreich ist insofern ein Ausreißer, als vergleichbare Staaten typischerweise vorne liegen, Österreich innerhalb der EU im Jahr 2017 nur auf Rang 16 und damit auf dem Niveau von süd- und mittelosteuropäischen Ländern, welche allerdings niedrigere Produktivitäts- und F&E-Werte aufweisen.

Abbildung 1: Risikokapitalinvestitionen in Österreich, 2010-2017



Quelle: Europäische Kommission (2018), eigene Berechnungen und Darstellung

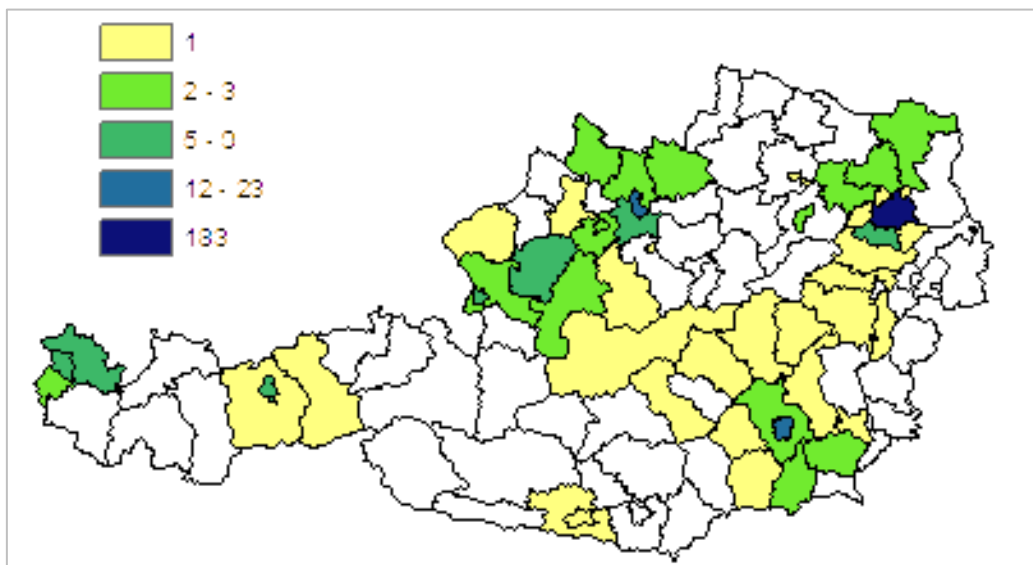
Abbildung 2 zeigt die Verteilung risikofinanzierter Unternehmen innerhalb Österreichs auf Bezirksebene. Wien nimmt dabei eine klar dominante Position ein. Darüber hinaus zeigen die an Wien angrenzenden Bezirke Niederösterreichs sowie die Industrieregionen Oberösterreichs und der Steiermark recht viele risikofinanzierte Unternehmen. Diese Verteilung ist sicherlich auf die wirtschaftliche Struktur zurückzuführen und das sich daraus ergebende Ansiedlungsverhalten von Kapitalgebern und -empfängern. Somit kann Abbildung 2 durchaus interpretiert werden als Ausdruck einer Clusterpolitik, durch die Risikokapital dort verfügbar wird, wo sich geeignete Unternehmen ansiedeln – und umgekehrt. Es ergeben sich jedoch zwei Fragen:

- Erstens, inwieweit führen Erwartungen vonseiten der Investoren zu einem selbstverstärkenden Effekt, der zu einem geografischen Marktversagen führt. Das gehäufte Auftreten von Start-ups im Großraum Wien mag zwar durch Agglomerationseffekte (ortsgebundene externe Effekte) erklärt werden, die die Finanzierung von Start-ups an bestimmten Standorten tatsächlich effizienter werden lassen. Unter diesen Umständen kann jedoch der Fall eintreten, dass unter zwei ansonsten identischen Unternehmen, die weder auf Agglomerationseffekte angewiesen sind noch von ihnen profitieren, jenes aus dem Großraum Wien Risikokapital erhält, das andere aber nicht.

Ist das unter sonst gleichen Bedingungen statistisch signifikant häufig der Fall, so kann hier von einem geografisch induzierten Marktversagen gesprochen werden.

- Zweitens, welche langfristigen Folgen hat eine solche geografische Verteilung auf die wirtschaftliche Entwicklung innerhalb Österreichs? Es gibt bereits deutliche Anzeichen, dass sich das Humankapital in Österreich zunehmend räumlich konzentriert, und zwar zugunsten der östlichen Regionen (Sardadvar & Hajji, 2016). Die Konzentration von Risikokapital in Wien und Umgebung korreliert somit mit der Präsenz von Humankapital, ein entsprechend selbstverstärkender Effekt kann zu einer mittelfristig zunehmenden Ungleichheit zwischen den Regionen Österreichs beitragen.

Abbildung 2: Geografischer Verteilung risikofinanzierter Unternehmen in Österreich, 2018



Quelle: Datenbank „Aurelia“ des Bureau van Dijk (Unternehmensdaten), Statistik Austria (Geodaten); eigene Darstellung

Maßnahmen zur Erhöhung des Risikokapitalvolumens sind daher ein zweiseitiges Schwert: Führen sie zu einer zunehmenden räumlichen Konzentration, so ist dies im Sinne der Effizienz gesamtwirtschaftlich sogar zu begrüßen, wenn sich damit assoziierte Vorteile ergeben. Wie oben besprochen ist die räumliche Nähe von Kapitalgebern und -empfängern ein wichtiger Faktor, und je mehr potenzielle Kapitalempfänger in unmittelbarer Nähe sind, umso attraktiver ist ein Standort für Kapitalgeber – und somit wiederum für Kapitalempfänger. Andererseits können sich für bereits jetzt schon benachteiligte Gebiete die Probleme noch verschärfen, wenn es ihnen mit der Zeit immer schwerer fällt, sich im Bereich fortgeschrittener Technologien zu profilieren.

Welche Unternehmenseigenschaften den Erhalt von Risikokapital in Österreich begünstigen wird in einem kürzlich erschienenen Artikel beleuchtet (Sardadvar, 2018). In einer mikroökonomischen Analyse (Propensity-Score-Matching, Probit-Regressionen) werden 55.566 Unternehmen in Österreich aus dem Jahr 2017 berücksichtigt, um Aufschluss über mögliche Verzerrungen zu geben. Die Ergebnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Je jünger und produktiver das Unternehmen ist, umso größer die Wahrscheinlichkeit, dass es risikofinanziert ist. Ebenso haben die Anzahl der Unternehmenseigner sowie eine etwaige ausländische Herkunft einen positiven Effekt. Größe als solche hat jedoch keinen eindeutigen Einfluss.

- Weibliche und ausländische Manager reduzieren die Wahrscheinlichkeit für Risikokapital signifikant, während die Exportquote eines Unternehmens einen positiven Effekt aufweist.
- Wien als Standort hat einen stark positiven Effekt, bis zu einem gewissen Grad gilt das auch für Oberösterreich und die Steiermark. Klar benachteiligt sind jedoch Bezirke in Niederösterreich, die nicht an Wien grenzen, sowie Kärnten, Tirol und Vorarlberg. Außerdem zeigen sich positive Effekte der F&E-Intensität der Branche, sowie die Zuordnung eines Unternehmens zu den Branchen Herstellung von Waren (ÖNACE-Code C), IKT (Code J) und freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Dienstleistungen (Code M).

Da es erklärtes Ziel der Politik ist, junge und technologieintensive Unternehmen zu fördern, passen die positiven Effekte bestimmter Branchenzugehörigkeiten, der Forschungsintensität, niedrigen Alters sowie ausgeprägter Exportorientierung gut ins Bild. Etwas irritierend erscheinen jedoch die nachteiligen Effekte der Diversität des Managements hinsichtlich Geschlechts und Staatsbürgerschaft sowie des Unternehmensstandorts, da diese Effekte statistisch signifikant bleiben, wenn für andere Unternehmenseigenschaften kontrolliert wird. Gerade wenn diese Effekte einen Einfluss haben, so bedeutet das, dass nicht nur zu wenige Start-ups finanziert werden, sondern die Selektion nicht ausschließlich auf Basis von Kriterien erfolgt, die den späteren Geschäftserfolg begründen.²

Studien aus anderen Ländern (Lins und Lutz, 2016, Tinkler u.a., 2015, Bengtsson & Hsu, 2015) zeigen, dass Präferenzen der Investoren hinsichtlich der Diversität bestehen, wobei diese Präferenzen von Studie zu Studie unterschiedlich und keineswegs eindeutig sind – bspw. zeigen sich auch Präferenzen für ausländische Geschäftsführer (Wilson u.a., 2018). Eine mögliche Erklärung für Österreich sind Netzwerkeffekte, insbesondere wenn die Investoren selbst Österreicher und männlich, bzw. in der Nähe der bevorzugten Standorte angesiedelt sind. Diese Frage ist bislang für Österreich nicht untersucht, wird jedoch umso bedeutender, je mehr Risikokapital in Österreich tatsächlich investiert wird.

Schlussfolgerungen

Die Geografie spielt im Bereich der Risikofinanzierung gleich zweifach eine entscheidende Rolle: erstens durch die Präferenz der Investoren für bestimmte Standorte innerhalb eines Landes, zweitens aufgrund der schwach ausgeprägten internationalen Mobilität. Der Grund dafür sind die mit der Risikofinanzierung typischerweise verbundene Beratung und Kontrolle der Kapitalempfänger vonseiten der Kapitalgeber. Daraus folgt, dass ausländisches Kapital eine fehlende Investitionsbereitschaft in Österreich bestenfalls teilweise ersetzen kann. Gleichzeitig müssen Standorte sich einen Ruf aufbauen und damit signalisieren, dass die verschiedenen Wirkkräfte, die zu einem attraktiven Umfeld für Innovationen führen, geografisch gebündelt vorhanden sind. Das Silicon Valley ist das berühmteste und doch nur eines von vielen Beispiele, die zeigen, welche Rolle der Ruf eines Standorts spielt. Wege, um das Volumen an Risikokapital innerhalb Österreichs zu erhöhen, müssen daher im Land selbst gesucht werden.

Das ist leichter gesagt als getan. Die Tradition der Abhängigkeit von Bankkrediten zur Unternehmensfinanzierung ist für österreichische Start-ups ebenso hinderlich wie der schwach ausgeprägte Kapitalmarkt. Die aktuelle Regierung hat angesichts dessen eine Gesamtstrategie für den Risikokapitalmarkt formuliert, zu deren Zielen unter anderem die Schaffung eines kompetitiven Rechtsrahmens für Risikokapitalfonds zählt. Dadurch könnte die Investitionsbereitschaft institutioneller Anleger (z.B. Pensionskassen) und somit das Volumen an Risikokapital erhöht werden.

² Es muss betont werden, dass sich die zitierten Ergebnisse nur auf den Status quo der österreichischen Unternehmen beziehen. Aufgrund der verfügbaren Daten können nicht mehr existierende Unternehmen nicht berücksichtigt werden. Es könnte daher sein, dass bspw. risikofinanzierte Unternehmen mit einem höheren Anteil ausländischer Manager in der Vergangenheit öfter bankrott gegangen sind und deshalb in der Gegenwart weniger von ihnen existieren. In diesem Fall bestünde keine Diskriminierung, das gilt auch für alle anderen angegebenen Effekte. Anders formuliert: Die festgestellten Benachteiligungen für weibliche und ausländische Manager sowie bestimmte Bundesländer sind nur dann ein Problem, wenn man davon ausgeht, dass diese Unternehmenseigenschaften den Geschäftserfolg *unter sonst gleichen Bedingungen nicht beeinflussen*.

Zusätzliches Augenmerk sollte allerdings auf die Risikofinanzierung, wie sie in Österreich bereits stattfindet, gelegt werden. Ökonometrische Analysen weisen darauf hin, dass bestimmte Eigenschaften von Unternehmen sich vorteilhaft auf die Finanzierung auswirken. Manche davon sind im Sinne der Wirtschaftspolitik Österreichs, darunter die Forschungsintensität oder die Bevorzugung bestimmter Branchen wie IKT. Die größere Chance auf Risikokapitalfinanzierung von Unternehmen mit überwiegend männlichen und inländischen Managern mag jedoch auch ein Hinweis sein, dass potenziell lohnende Projekte aufgrund anderer Faktoren nicht finanziert werden. Die Gründe für diese Verzerrungen sind noch wenig erforscht, die statistische Evidenz deutet jedoch darauf hin, dass hier vorhandenes Potenzial nicht genutzt wird.

Eine weitere Herausforderung ergibt sich aus der Bevorzugung des Großraums Wiens und einiger industriell geprägter Regionen Oberösterreichs und der Steiermark, bei gleichzeitig festgestellter Benachteiligung insbesondere westlicher Standorte. Zwar können Agglomerationseffekte Investitionen an bestimmten Standorten attraktiver werden lassen, was gesamtwirtschaftlich sogar zu höherer Effizienz führt. Es kann jedoch auch sein, dass zwei ansonsten identische Unternehmen allein aufgrund ihres Standorts finanziert oder nicht finanziert werden. Das wiederum kann sich nachteilig für die betreffenden Regionen auswirken und die räumliche Ungleichheit in Österreich mittelfristig verstärken. Damit verbunden ist der Nachteil, dass das Potenzial an anderen Standorten offenbar nicht genügend ausgeschöpft wird.

In Summe gilt: So lange ein Mangel an Risikokapital die größte Herausforderung darstellt, ist die Erhöhung des Angebots prioritär. Mit zunehmendem Erfolg stellt sich jedoch auch die Frage, ob die öffentlichen Mittel zur Förderung von Start-ups und Wachstumsunternehmen effizient eingesetzt werden bzw. ob sie tatsächlich den größtmöglichen Hebel erzielen. Entsprechend muss daher auch etwaigen Verzerrungen und daraus entstehenden Ungleichheiten entgegengewirkt werden, das betrifft im Falle Österreichs vor allem die Diversität des Managements und den geografischen Standort des Mittelsuchenden.

Verweise

- Bengtsson, O. & Hsu, D. H. (2015): Ethnic Matching in the U.S. Venture Capital Market, *Journal of Business Venturing*, 30(2), 338-354. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2014.09.001>
- Coe, N. M., Kelly, P. F. & Yeung, H. W. C. (2013). *Economic Geography: A Contemporary Introduction* (2nd ed.). Hoboken [NJ], USA: Wiley.
- Demary, M., Hornik, J. & Watfe, G. (2016). SME Financing in the EU: Moving Beyond One-Size-Fits-All, *Bruges European Economic Policy Briefings* 40/2016. <http://aei.pitt.edu/85823/>
- Europäische Kommission (2018), *European Innovation Scoreboard 2018*, Brüssel. http://ec.europa.eu/growth/industry/innovation/facts-figures/scoreboards_de
- Keuschnigg, C. & Kogler, M. (2016): *Finanzplatz Österreich*, Studie, WPZ St. Gallen-Wien. www.wpz-fgn.com.
- Lins, E. & Lutz, E. (2016), Bridging the Gender Funding Gap: Do Female Entrepreneurs Have Equal Access to Venture Capital?, *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 27(2-3), 347-365. <https://doi.org/10.1504/IJESB.2016.073993>
- Sardadvar, S. (2018): Is a Company's Access to Private Equity and Venture Capital Affected by Location or Management Diversity? Some Empirical Evidence from Austria, *International Journal of Business and Management* 13(7), 45-57. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v13n7p45>
- Sardadvar, S. & Hajji, A. (2016): The Long Run Interregional Distribution of Human Capital in Austria: What Role for Knowledge Intensity of Production? *Mitteilungen der Österreichischen Geographischen Gesellschaft*, 158, 167-192.
- Tinkler, J. E., Whittington, K. B., Ku, M. C. & Davies, A. R. (2015), The Effects of Technical Background and Social Capital on Entrepreneurial Evaluations, *Social Science Research*, 51, 1-16. <https://doi.org/10.1007/s40926-017-0077-7>
- Wilson, N., Wright, M. & Kacer, M. (2018). The Equity Gap and Knowledge-Based Firms, *Journal of Corporate Finance*, 50, 626-649. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.008>

Herausgeber: WPZ Research GmbH, Mariahilfer Straße 115/16, 1060 Wien, Internet: www.wpz-research.com

Die WPZ Research GmbH ist ein unabhängiges und eigenständiges Forschungsinstitut, das den Transfer von der Grundlagen- und angewandten Forschung in die wissenschafts- und wirtschaftspolitische Praxis unterstützt. WPZ Research soll vor allem dazu beitragen, evidenzbasierte Politikberatung in den Bereichen Wissenschaft, Wirtschaft, Bildung und Innovation weiter auszubauen.

© WPZ Research GmbH, Wien, 2018