
Wagniskapital für die österreichische Wirtschaft

Christian KEUSCHNIGG¹
Universität St. Gallen und WPZ Wien
Christian.Keuschnigg@unisg.ch

Wo Risiko ist, braucht es Risikokapital. Wagniskapital finanziert Innovationen und erneuert die Wirtschaft. Ein „österreichischer Wachstumsfonds“ könnte die Wagnisfinanzierung stark beleben.

1 Wo Risiko ist, braucht es Risikokapital

Innovative Start-ups müssen Neues wagen. Viele scheitern nach wenigen Jahren. Die Erfolgreichen erneuern die Wirtschaft. Die Flaggschiffe unseres Landes erobern die Märkte auf der ganzen Welt, und werden von der weltweiten Konkurrenz herausgefordert. Die Chancen auf profitables Wachstum sind groß, aber besonders groß ist auch das Risiko. Die jungen Wachstumsunternehmen sind einer Vielzahl von Risiken ausgesetzt. Sie reichen vom technologischen Risiko in der Produktentwicklung, dem Risiko aufgrund von Managementdefiziten und mangelnder unternehmerischer Markterfahrung bis hin zum Risiko der Konjunktur, das alle gleichermaßen trifft.

Ohne Risiko geht gar nichts. Aber die meisten wollen hauptsächlich wirtschaftliche Sicherheit. Die Sparer wollen das mühsam Ersparte in Sicherheit wissen und verzichten gerne auf höhere Renditen. Die Banken müssen auf die Sicherheit der Spareinlagen achten und wollen ihre Kredite zu einem festen Zins möglichst sicher zurückhaben. Die Arbeitnehmer wollen gute und sichere Löhne. Die Jobsicherheit steht ganz oben im Sorgenbarometer. Selbst der Staat will sein Risiko begrenzen und lieber Erträge besteuern anstatt Verluste mitzutragen, und begrenzt Verlustausgleich und Vortrag und bevorzugt in der Unternehmensbesteuerung das Fremdkapital gegenüber dem risikotragendem Eigenkapital.

Und wer trägt das Risiko? Ein Land, das Wachstum mit wirtschaftlicher Sicherheit verbinden will, braucht nichts Dringender als risikotragendes Eigenkapital und Unternehmer, die Verantwortung übernehmen. Risikokapital übernimmt das Risiko, das andere nicht tragen wollen. Angesichts der Bedeutung für Innovation und wirtschaftlicher Sicherheit sollten wir das Risikokapital hofieren. Doch der heimischen Wirtschaft fehlt es schwer an risikotragendem Eigenkapital.

2 Risikokapital finanziert Wachstum und stabilisiert die Wirtschaft

Nach der Finanzkrise haben es angesichts der Überschuldung und Verletzlichkeit des Bankensektors auch die Regulatoren begriffen. Wenig Eigenkapital bedeutet Überschuldung, und dieses ist das erste Insolvenzrisiko. Daher haben sie den Banken mehr Eigenkapital und eine weniger riskante Kreditvergabe vorgeschrieben. Nun stehen die Banken viel besser da. Aber zu einer besseren Versorgung der Wirtschaft mit Risikokapital trägt dies nicht bei. Im Gegenteil, die

¹ Professor für Nationalökonomie an der Universität St. Gallen und Leiter des Wirtschaftspolitischen Zentrums WPZ. Dieser Beitrag erscheint in Raiffeisenblatt 12/2019.

Banken sollen ja gerade weniger Risiken übernehmen. Dabei ist die Ausstattung mit risikotragendem Eigenkapital die Voraussetzung für eine hohe Kreditfähigkeit. Ein vorsichtiger Banker kann einem überschuldeten Kreditnehmer keine weiteren Kredite geben.

Österreich braucht nicht nur eine dynamisch wachsende, sondern auch eine krisenfeste Wirtschaft. Die Wirtschaft ist dringend auf mehr Nachschub mit Risikokapital angewiesen. Innovative Start-ups und die weltweit tätigen Champions der Wirtschaft sind einem höheren Risiko ausgesetzt und brauchen mehr Risikokapital als andere. Aber Finanzierung mit Risikokapital ist nicht Aufgabe der Banken, sondern des Kapitalmarkts, also der Börse und der vorbörslichen Beteiligungsgesellschaften mit all den Dienstleistungen rundherum.

Es genügt nicht, das Eigenkapital mit einbehaltenen Gewinnen anzusparen, wie es in Österreich üblich ist. Das dauert viel zu lange und bremst das Wachstum der innovativen Unternehmen. Bis es soweit ist, hat die Konkurrenz schon längst die lukrativen Marktanteile besetzt. Innovative Unternehmen mit hohem Potential müssen schnell sein, rasch wachsen und brauchen Risikokapital von außen. Die Großen holen es sich über die Börse, die Kleinen von den Beteiligungsgesellschaften. Die Akteure sind in Top-Form, allein es fehlt das Volumen.

3 Der Kapitalmarkt ist in Österreich viel zu klein

Es herrscht akuter Handlungsbedarf. Das Kapitalmarktvolumen ist viel zu klein. Wenn Österreich zu einem führenden Innovationsland aufsteigen will, braucht es mehr Risikokapital. Wenn es die Krisenrobustheit stärken und den Menschen mehr wirtschaftliche Sicherheit bieten will, braucht es mehr risikotragendes Kapital. Ganz Europa ist im Vergleich zu den U.S.A. im Rückstand. Daher treibt die Europäische Union das Projekt der Kapitalmarktunion voran, um die Kapitalmärkte besser zu integrieren, das Volumen zu steigern, und damit eine ausgewogene Balance in der Finanzierung der Wirtschaft über Banken und Kapitalmärkte herzustellen. In Österreich sind etwa zwei Drittel der Staatsschuld im Ausland platziert. Die Pensionskassen verwalten ein Anlagevermögen von nicht einmal 10% des BIPs. In der Schweiz und in den Niederlanden sind es 120 bis 140%. Das sagt alles. Österreich ist in der Bedeutung der Kapitalmärkte innerhalb Europas weit abgeschlagen. Das ist mit den Notwendigkeiten eines Landes in unserer Liga nicht vereinbar.

Im wichtigsten Bereich der Wagnisfinanzierung (Venture Capital) ist der Rückstand Österreichs zu Europa oder gar zu den U.S.A. besonders groß. Das lähmt die Innovation und den Wandel in der Wirtschaft. Wagnisfinanzierung ist auf das innovativste und riskanteste Segment der Start-up Finanzierung spezialisiert und kann helfen, zwei Hindernisse zu beseitigen: Mangel an risikotragendem Eigenkapital und Managementdefizite. Die Folgen sind ungenutzte Wachstumschancen und vermeidbares Scheitern. Wagnisfinanziers bieten Risikokapital und strategische Beratung und Kontrolle aus einer Hand. Sie wählen unter vielen Projekten die erfolgversprechendsten aus und trimmen sie auf Wachstumskurs. Die Wirkung ist beträchtlich. Wagnisfinanzierte Unternehmen wachsen relativ zu anderen, ansonst sehr ähnlichen Unternehmen wesentlich schneller, schaffen mehr Jobs, erzielen höhere Umsätze, professionalisieren sich schneller im Management, wählen aggressivere Innovationsstrategien, und besetzen rascher die lukrativen Marktanteile, bevor es andere tun. Die Wagnisfinanzierung entfaltet diese Multiplikator-Wirkung besonders in der Frühphase der Unternehmen, wo der Zugang zu Risikokapital besonders schwierig und die Unternehmen am ehesten noch Managementdefizite aufweisen. Was für ein einzelnes Start-up ein Meilenstein der Unternehmensentwicklung ist, stellt gesamtwirtschaftlich einen Multiplikator für innovatives Wachstum und Beschäftigung dar und treibt die Erneuerung der Wirtschaft voran.

Aber in keinem anderen Land Europas tragen die im Inland ansässigen Fonds so wenig zur Wagnisfinanzierung bei wie in Österreich. Nur etwa die Hälfte des gesamten, in Österreich investierten Wagniskapitals stammt von heimischen Fonds. Den Rest investieren ausländische Fonds. Der Mangel an Wagniskapital blockiert den Aufstieg zu einem führenden Innovationsland. Gerade bei jungen, innovativen Wachstumsunternehmen wiegt der Mangel an Wagniskapital besonders schwer. Unsere statistischen Ergebnisse zeigen, dass für jedes wagnisfinanzierte Unternehmen in Österreich ein weiteres Unternehmen mit ganz ähnlichen Eigenschaften existiert,

welches ebenfalls für Wagniskapital geeignet wäre, aber keines erhalten konnte. Hätten diese Unternehmen Zugang zu Wagniskapital, könnten sie ihre Eigenkapitalausstattung in etwa verdoppeln und damit den Grundstein für ihr weiteres Wachstum legen.

Die Finanzierung mit Wagniskapital ist ein Meilenstein der Unternehmensentwicklung. Unsere Analysen zeigen denn auch, dass wagnisfinanzierte Unternehmen in Österreich im Vergleich zu anderen, ganz ähnlichen Firmen in etwa um die Hälfte höhere Umsätze erzielen. Die stärkere Wachstumsorientierung der wagnisfinanzierten Unternehmen zeigt sich auch im Fokus auf den Weltmarkt mit fast unbegrenzten Absatzmöglichkeiten anstatt der Beschränkung auf den kleinen heimischen Binnenmarkt. Ihre Exportquoten sind um etwa die Hälfte höher als bei nicht wagnisfinanzierten Unternehmen der Kontrollgruppe.

Diese Ergebnisse machen mehr als deutlich, wie kritisch es auf dem Weg zum führenden Innovationsland ist, den heimischen Kapitalmarkt auszubauen und die Rahmenbedingungen für Wagniskapital zu verbessern. Doch wie soll das gehen? Um das schlechte Gleichgewicht zu überwinden, muss man an mehreren Hebeln gleichzeitig drehen. Eine einzelne Initiative reicht nicht. Wir haben dazu in unserer Studie ein Zehn-Punkte-Programm entwickelt, das von der Beseitigung der steuerlichen Diskriminierung des Eigenkapitals, dem Insolvenz- und Kapitalmarktrecht bis hin zur Errichtung eines österreichischen Wachstumsfonds reicht.

4 Ein Wachstumsfonds für mehr Schub in der Wagnisfinanzierung

Das Problem ist, dass die Wagniskapitalfonds zuerst sich selbst Kapital von Pensionskassen, Versicherungen, Banken und andere Investoren beschaffen müssen, bevor sie es in Start-ups investieren können. Doch diese halten sich zurück, weil sie wenig Risiko eingehen und lieber in Triple A Anlagen investieren. Der Verfügbarkeit von Wagniskapital ist es auch nicht zuträglich, dass die Banken mit den neuen regulatorischen Vorschriften jede Investition in Wagniskapital mit wesentlich mehr teurem Eigenkapital unterlegen müssen als bisher (die Risikogewichte betragen neu 400% anstatt 100%). Umso wichtiger ist es, die mangelnde Kapitalmarkttiefe in Österreich zur wirtschaftspolitischen Priorität zu erklären und endlich mit einem mutigen Reformprogramm zu überwinden. Die Wagniskapitalgesellschaften in Österreich sind so fit und professionell wie anderswo. Allein ihnen fehlt die Refinanzierung in einem kapitalmarktfeindlichen Umfeld. Daher muss die Wirtschaftspolitik genau an diesem Punkt ansetzen. Und genau auf diesen neuralgischen Knoten zielt das zentrale Element unseres Reformpakets für mehr Wagniskapital in Österreich, nämlich die Einrichtung eines „österreichischen Wachstumsfonds“.

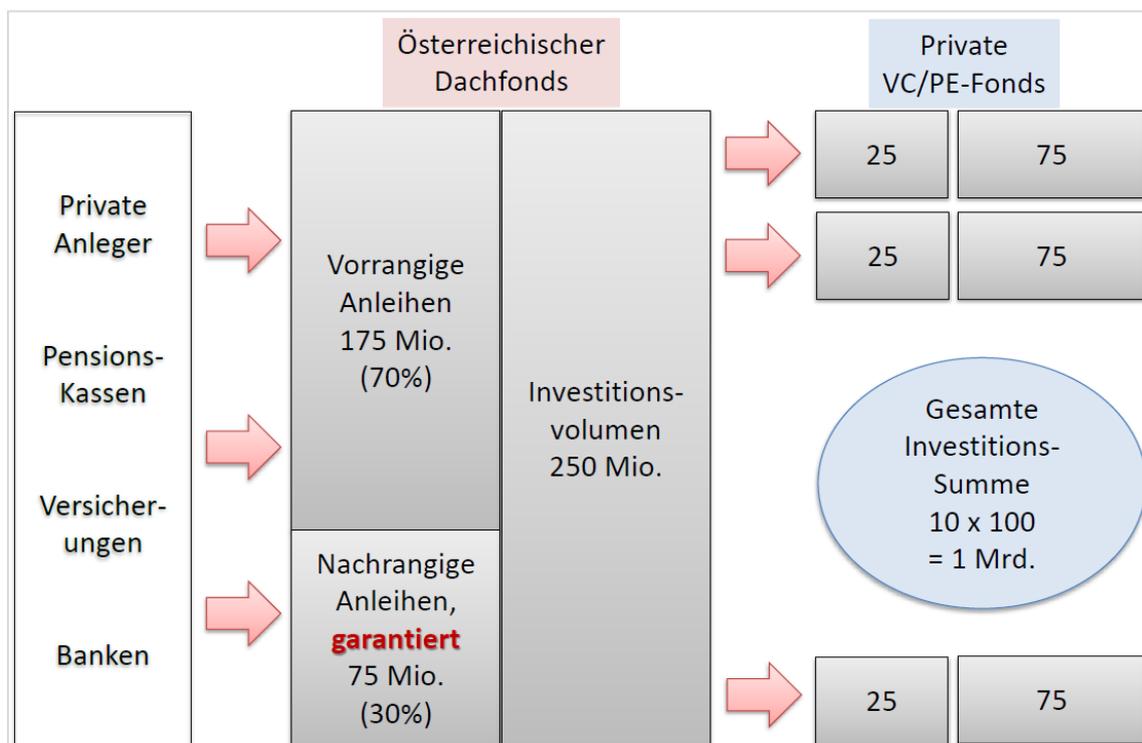
Der österreichische Wachstumsfonds ist ein Dachfonds, der zentral das notwendige Kapital beschafft und es dann in etwa zehn private Fonds investiert, die das eigentliche Beteiligungsgeschäft mit Start-ups betreiben. Abbildung 1 veranschaulicht die Kernelemente, wobei das Investitionsvolumen je nach tatsächlichem Bedarf skalierbar ist. Der Dachfonds kann das Kapital mit vor- und nachrangigen Anleihen beschaffen. Vorrangige Anleihen werden im Insolvenzfall zuerst bedient, sind daher sehr sicher und auch für Pensionskassen, Banken, Versicherungen und andere risikoscheue Investoren interessant. Allfällige Verluste werden nämlich vom nachrangigen Kapital getragen. Wenn der Staat die nachrangigen Anleihen mit einer Verlustgarantie ausstattet, sind auch diese so gut wie Triple A Anlagen und auch für risikoscheue Kapitalgeber wie Pensionskassen und Versicherungen und Privatpersonen interessant. Ausgestattet mit dieser Sicherheit könnten auch die Banken wieder als starke Kapitalgeber einsteigen, denn für Triple A Anlagen brauchen sie kein teures zusätzliches Eigenkapital einsetzen. So kann es gelingen, in einem wenig kapitalmarktfreundlichen Umfeld mehr Wagniskapital zu mobilisieren. Das Attraktive daran ist, dass der Dachfonds genauso wie die privaten Wagniskapitalgesellschaften von vornherein nur für eine begrenzte Zeit von etwa zehn Jahren angelegt ist, bevor die nächste Welle von Fonds aufgelegt wird. So kann die Politik nachjustieren, ohne in laufende Geschäfte eingreifen zu müssen.

Wenn sich der private Dachfonds einmal etabliert hat, kann der Staat auch eine Garantiegebühr verlangen. Dann muss er keine Subvention mehr geben, sondern lässt sich die Haftung zu einem kalkulatorisch fairen Preis abkaufen. Der Preis für die Haftungsgebühr wäre die Risikoprämie,

welche private Investoren für die Risikotragung fordern müssten, wenn es keine Garantie gäbe. Wenn der Staat das Risiko übernimmt, brauchen die privaten Investoren kein Risiko tragen und können sich mit einer Rendite wie bei anderen Triple A Anlagen begnügen. Dann muss selbstverständlich der Staat für das Risiko vorsorgen und im Notfall für die Verluste geradestehen. Aber ist es etwa nicht die Aufgabe des Staates, die Voraussetzungen für innovatives Wachstum zu schaffen und Marktbarrieren zu beseitigen, damit die Privatwirtschaft besser funktioniert?

Allzu groß ist das Risiko aber nicht, denn vorher greift bereits eine zweifache Sicherung. Erstens gleichen die privaten Beteiligungsgesellschaften die Verluste und Gewinne aus ihren hoch riskanten Investments untereinander aus. Die Verluste landen erst beim Dachfonds, wenn die Eigenmittel der privaten Fonds nicht mehr ausreichen, und sind dann im Ausmaß der aufgebrauchten Eigenmittel schon geringer. Zweitens gleicht der Dachfonds die Verluste und Gewinne über etwa 10 private Fonds untereinander aus. Das ist ein zweifacher Risikoabbau durch zweifache Diversifizierung. Im positiven Fall ermöglicht der Staat private Risikofinanzierung mit einer Haftung, die nie schlagend wird. Im negativen Fall muss er die Verluste übernehmen.

Abbildung 1: Der österreichische Wachstumsfonds



Anmerkung: Der Dachfonds ist mit einem Volumen von 250 Mio. Euro ausgestattet und investiert je 25 Mio. in zehn private VC/PE-Fonds. Zusammen mit privaten Mitteln verfügt ein Zielfonds über 100 Mio. Euro und investiert diese in ein Portfolio von innovativen Start-ups. Der Dachfonds könnte auf diese Weise in Österreich zusätzlich zehn mal hundert Mio. Euro = eine Mrd. Euro Wagniskapital für innovative Jungunternehmen mobilisieren.

Quelle: Keuschnigg, C. und S. Sardadvar (2019), *Wagniskapital zur Finanzierung von Innovation und Wachstum*, Studie im Auftrag des Rats für Forschung und Technologieentwicklung und der Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation (AVCO), abrufbar auf www.wpz-fgn.com/forschung/studien/.

Die Alternative zur Haftungsübernahme wäre es, den Sektor fiskalisch zu subventionieren, wie es in Österreich meist die erste Forderung ist. Aber eine laufende Subventionierung des Sektors wäre budgetär sicherlich auch nicht attraktiver. Zudem ist eine Subvention durch Verzicht auf eine Haftungsgebühr nur für den Start empfehlenswert, um eine Anfangsträgheit zu überwinden und den Dachfonds erstmalig zu etablieren. Danach könnte eine Haftungsgebühr die Subventionierung beseitigen. Aber trotz Gebühr bzw. Entfall der Subvention könnte der Staat mit der Garantie eine Marktbarriere in der Refinanzierung der Wagniskapitalgesellschaften in einem mangelnden

Kapitalmarktumfeld beseitigen und mehr Finanzierungsvolumen für den Wagniskapitalsektor mobilisieren. Schon jetzt vergibt der Staat Exportgarantien mit einem totalen Haftungsvolumen von etwa 26 Mrd. Euro, um die Internationalisierung der österreichischen Wirtschaft voranzutreiben. Da wäre es nur logisch, mit einem Haftungsvolumen von nicht einmal 100 Mio. Euro etwa 1 Mrd. neues Wagniskapital zu ermöglichen, um mit innovativen, wagnisfinanzierten Start-ups die nächste Generation von Exporteuren heranzuzüchten und die Erneuerung der Wirtschaft voranzutreiben.

5 Quintessenz

Der Finanzplatz Österreich braucht gleichzeitig leistungsfähige Banken und einen aktiven Kapitalmarkt, um den Nachschub der Wirtschaft mit Investitionskapital in der richtigen Mischung sicherzustellen. Ein Mangel an risikotragendem Eigenkapital stellt die Kreditfähigkeit der Unternehmen in Frage und beschränkt die Finanzierung mit Bankkredit. Das gilt für Risikokapital im Allgemeinen und für Wagniskapital im Besonderen. Ein aktiver Wagniskapitalsektor lenkt die Investitionsmittel auf die riskantesten und innovativsten Start-ups und multipliziert dort den Investitionsertrag durch strategische Beratung und Kontrolle. Die Finanzierung mit aktivem Wagniskapital ist für innovative Start-ups ein Meilenstein der Unternehmensentwicklung, und für die Gesamtwirtschaft ein Multiplikator von Innovation und Wachstum. Es muss Priorität der Wirtschaftspolitik sein, mit einem ehrgeizigen Reformprogramm dieses Nadelöhr in der österreichischen Wirtschaft zu beseitigen. Die Auflage eines österreichischen Wachstumsfonds wäre ein vielversprechender innovativer Politikansatz.

Wirtschaftspolitisches Zentrum WPZ

Forschung und Kommunikation auf Spitzenniveau für Politik, Wirtschaft und Gesellschaft

Das Wirtschaftspolitische Zentrum (WPZ) ist eine Initiative der Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie (FGN-HSG) an der Universität St. Gallen und ist folgenden Aufgaben gewidmet:

- Spitzenforschung mit Anwendungsbezug
- Wissenstransfer in die wirtschaftspolitische Praxis
- Förderung der wissenschaftlichen Nachwuchstalente
- Information der Öffentlichkeit

Unsere Aktivitäten in der Forschung reichen von wegweisenden Studien in Kooperation mit international führenden Wissenschaftlern bis hin zu fortlaufenden wirtschaftspolitischen Kommentaren. Damit wollen wir die wirtschaftspolitische Diskussion mit grundlegenden Denkanstößen beleben und eine konsequente Reformagenda für Österreich entwickeln, um die großen Herausforderungen besser zu lösen. Die Erkenntnisse und Ergebnisse der modernen Theorie und empirischen Forschung sollen zugänglich aufbereitet und kommuniziert werden, damit sie von Entscheidungsträgern und der Öffentlichkeit wahrgenommen und genutzt werden können und für die politische Entscheidungsfindung Relevanz entwickeln.

Wir freuen uns, wenn Sie unsere Initiativen unterstützen und das WPZ weiterempfehlen. Wir freuen uns, wenn Sie unsere Initiativen unterstützen und das WPZ weiterempfehlen. Informieren Sie sich auf www.wpz-fgn.com über unsere Aktivitäten, folgen Sie uns auf www.facebook.com/dasWPZ und kontaktieren Sie uns unter office@wpz-fgn.com.

Wirtschaftspolitisches Zentrum | www.wpz-fgn.com | office@wpz-fgn.com
