

Quellen der Unternehmens- finanzierung in Österreich

Thomas Url, Klaus S. Friesenbichler, Werner Hölzl

Wissenschaftliche Assistenz: Ursula Glauninger,
Anna Strauss



Quellen der Unternehmensfinanzierung in Österreich

Thomas Url, Klaus S. Friesenbichler, Werner Hölzl

Jänner 2019

Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

Im Auftrag des Österreichischer Verbandes für Aktien-Emittenten und -Investoren

Begutachtung: Michael Peneder • Wissenschaftliche Assistenz: Ursula Glauninger, Anna Strauss

Inhalt

Die Außenfinanzierung österreichischer nichtfinanzieller Unternehmen erfolgt vorwiegend über Eigenkapital und Kredite. Diese Studie erweitert die volkswirtschaftliche Finanzierungsrechnung um eine Schätzung des Umfanges geförderter bzw. alternativer Finanzierungsformen und ermöglicht damit erstmals eine bessere Einschätzung ihrer Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung in Österreich. Im Bereich des Fremdkapitals stellen geförderte Kredite und Crowd Lending gemeinsam 0,3% der Bilanzsumme bzw. 2,4 Mrd. € bereit. Business Angels, Crowd Investing, Venture Capital und Private Equity zählen zum Eigenkapital und machen gemeinsam ebenfalls 0,3% der Bilanzsumme aus. Nach der Beseitigung gesetzlicher Hindernisse für die Notierung von kleineren Wachstumsunternehmen auf dem Dritten Markt der Wiener Börse konzentriert sich die Wirtschaftspolitik mit der Senkung des Körperschaftsteuersatzes auf die Innenfinanzierungskraft.

Rückfragen: thomas.url@wifo.ac.at, klaus.friesenbichler@wifo.ac.at, werner.hoelzl@wifo.ac.at, ursula.glauninger@wifo.ac.at, anna.strauss@wifo.ac.at

2019/024/A/WIFO-Projektnummer: 14118

© 2019 Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

INHALTSVERZEICHNIS

1.	Einleitung	1
2.	Die aktuelle Finanzierungsstruktur österreichischer nichtfinanzieller Unternehmen	5
3.	Detailschätzung von Einzelkomponenten der Finanzverbindlichkeiten	7
3.1	<i>Die Rolle der geförderten Kredite</i>	7
	3.1.1 Der Umfang geförderter Kredite und öffentlicher Haftungen	8
3.2	<i>Die Rolle des Crowdfunding</i>	8
	3.2.1 Der Umfang des Crowdfunding	10
3.3	<i>Die Rolle der Business Angels</i>	12
	3.3.1 Der Umfang von Finanzierungen durch Business Angels	12
3.4	<i>Die Rolle von Private Equity und Venture Capital</i>	13
	3.4.1 Der Umfang von Venture Capital und Private Equity Finanzierungen	14
4.	Qualitative Einschätzung der Aktienfinanzierung über die Börse als Finanzierungsquelle in der Expansionsphase von Unternehmen	17
5.	Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	19
6.	Literaturhinweise	21

1. Einleitung

Die Finanzierung österreichischer Unternehmen durch Eigenmittel, Kredite oder durch die Ausgabe von Wertpapieren über den Kapitalmarkt ist nicht nur durch den technologischen Wandel in Änderung begriffen, sondern steht seit der Finanzmarktkrise 2008/2009 wieder im Zentrum der wirtschaftspolitischen Diskussion. In den Monaten nach dem Ausbruch der Finanzmarktkrise versiegte die Kreditfinanzierung und die Wertpapieremission war nur mit erheblichen Abschlägen möglich. Steigende regulatorische Anforderungen an das Kreditwesen – wie etwa höhere Anforderungen an die Qualität der Eigenmittel (Tier 1), zusätzliche Eigenmittel in Form des Kapitalerhaltungspuffers und des Zuschlags für systemrelevante Kreditinstitute und Vorgaben an die Liquiditätsausstattung der Kreditinstitute – dämpfen seither das potentielle Kreditangebot.

Die Wahl der Finanzierungsstruktur hängt in der Praxis von mehreren Einflussfaktoren ab (*Url*, 2012). Die Steuergesetzgebung bevorzugt z. B. Fremdkapital in Form von Krediten und Unternehmensanleihen gegenüber allen Formen des Eigenkapitals und spielt auch für die Wahl der Gesellschaftsform eine entscheidende Rolle. *Dallari et al.* (2018) schätzen, dass ein Viertel der Fremdfinanzierung auf die steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsen zurückzuführen ist, d. h. ohne die bevorzugte steuerliche Behandlung des Zinsaufwands würde dieser Betrag durch Eigenkapital ersetzt werden; die Unternehmen würden finanziell robuster sein. Diese Folge der Steuergesetzgebung wurde in den letzten Jahrzehnten abgeschwächt, weil die Körperschaftsteuersätze international gesenkt wurden. In der EU ging z. B. der durchschnittliche Körperschaftsteuersatz zwischen 1995 bis 2008 von 35% auf 23% zurück (*Deveraux – Fuest*, 2010), wobei die Ausweitung der Besteuerungsgrundlage die niedrigeren Steuersätze teilweise korrigierte (*Loretz*, 2008). Zwischen 2008 und 2018 erfolgten weitere Reduktionen des Körperschaftsteuersatzes um durchschnittlich 2 Prozentpunkte.

Die Transaktionskosten eines Finanzierungsinstrumentes sind ein weiterer Einflussfaktor für die Auswahl. Die vergleichsweise hohen Kosten bei der Emission von Wertpapieren und hohe regulatorische Anforderungen machen dieses Instrument für Klein- und Mittelbetriebe wenig attraktiv. Dadurch verschiebt sich deren Finanzierungsstruktur zu Gunsten der Kredite. Die Emission von Wertpapieren ist mit erweiterten Veröffentlichungspflichten verbunden, die nicht für alle Unternehmen attraktiv sind. Im Gegensatz dazu haben Personengesellschaften geringere Veröffentlichungspflichten als Kapitalgesellschaften, sie sind dadurch aber von der Nutzung einiger Finanzierungsinstrumente ausgeschlossen.

Die Innenfinanzierung über einbehaltene Gewinne ist für Unternehmen in der Regel die günstigste Finanzierungsvariante, weil es im Gegensatz zur Außenfinanzierung keine asymmetrische Information zwischen der Unternehmensleitung und den Investoren gibt. Dadurch entfällt der Risikoaufschlag, der in der Regel mit einer Außenfinanzierung verbunden ist. Da die Investoren bei einer Außenfinanzierung nicht mit der Unternehmensleitung identisch sind, haben sie über die Aktivitäten der Geschäftsleitung keine vollständige Information (*Tirole*,

2006). Der Gesetzgeber erleichtert durch die Vorgabe von Veröffentlichungspflichten über den Geschäftserfolg und die Bestandsgrößen eines Unternehmens für Personen- und Kapitalgesellschaften die Außenfinanzierung. Die Bilanzprüfung durch externe spezialisierte Dienstleister überwindet ebenfalls einen Teil der Informationslücke zwischen Investoren und Unternehmensleistung. Trotz dieser beiden regulatorischen Vorgaben kann die Unternehmensleitung erst mit zunehmender Dauer der Geschäftsaktivität durch die Einhaltung angekündigter unternehmerischer Aktivitäten und durch einen entsprechenden Geschäftserfolg Vertrauen aufbauen. Deshalb stehen in der Gründungsphase eher die Außenfinanzierung über persönliche Einlagen im Vordergrund. Das Naheverhältnis zwischen Investor und der Geschäftsleitung überbrückt die Informationslücke und schafft die Voraussetzungen für die Geschäftsaufnahme; erst in der Folge erlangt die Innenfinanzierung Bedeutung. Spezialformen der Finanzierung – wie etwa Business Angels oder Venture Capital – mit einer sehr engen Einbindung der Finanzinvestoren in die Unternehmensleitung bzw. mit genau definierten Kontroll- und Übernahmerechten zeigen, wie wichtig die Überwindung der asymmetrischen Information für die Finanzierungslage eines Unternehmens ist.

In der Expansionsphase und für große Unternehmen ist der Kapitalbedarf allerdings zu hoch, um ausschließlich über die Innenfinanzierung oder die Quellen zur Gründungsfinanzierung gedeckt zu werden. Diese Unternehmen müssen den Kapitalmarkt nutzen und nehmen dafür die asymmetrische Information zwischen Investoren und Geschäftsleitung in Kauf, die allen Finanzierungsinstrumenten des Kapitalmarktes innewohnt. Zur Milderung der asymmetrischen Informationslage gibt es für Kapitalgesellschaften einerseits umfangreiche regulatorische Auflagen (z. B. Veröffentlichungs- und Kontrollpflichten) und andererseits einige Instrumente im Rahmen der Unternehmenskontrolle, die die Interessen von Eigentümern und Geschäftsleitung in Einklang bringen. Dazu zählen eine gewisse Struktur der monetären Anreize im Gehaltspaket der Geschäftsführung, aktive und spekulative Übernahmen der Unternehmenskontrolle, Übernahmeangebote und hohe Verschuldungsquoten des Unternehmens (vgl. Details in *Tirole*, 2006).

Kreditinstitute haben durch ihre Spezialisierung auf Geldgeschäfte gegenüber privaten Haushalten einen komparativen Vorteil in der Beobachtung unternehmerischer Aktivitäten. Der dauernde Kontakt mit dem einzelnen Unternehmen über den regulären Geldverkehr, die Kenntnis der liquiden Mittel auf den Unternehmenskonten und Informationen über die Entwicklung anderer Unternehmen desselben Wirtschaftsbereiches, verschaffen der Kreditwirtschaft gegenüber Direktinvestoren einen erheblichen Informationsvorteil.

Österreichische Kreditinstitute sind von der verschärften Regulierung stark betroffen, weil ihre Eigenkapitalbasis vor der Finanzmarktkrise besonders niedrig war. Allgemein strengere Vorgaben zur Unterlegung von Krediten mit Eigenkapital und zur Risikoeinschätzung für Kleinkredite erfordern eine höhere Eigenkapitalhinterlegung und erschweren bzw. verteuern damit die Kreditaufnahme. Dadurch rücken andere Finanzierungsformen stärker in den Fokus der Unternehmen.

Kreditinstitute haben durch ihre Kapazität zur raschen Bereitstellung liquider Mittel in Form von Kreditlinien einen Vorteil, der besonders wichtig wird, wenn sich ein Unternehmen in einem Liquiditätsengpass befindet, oder wenn ein Unternehmen den genauen Zweck der Mittelverwendung nicht in der Öffentlichkeit verbreiten möchte (z. B. für eine geplante Akquisition). Wenn ein Unternehmen an einer möglichst effizienten Einschätzung des Unternehmenswertes Interesse hat, empfiehlt sich andererseits eine Börsennotierung, weil damit unternehmensspezifische Informationen dezentral durch viele Marktteilnehmer am effizientesten verarbeitet werden können (Hayek, 1945; Grossman, 1976).

Der technologische Wandel in der Informationsverarbeitung und Informationsübertragung ermöglicht die Entwicklung neuer Informationskanäle und Finanzierungsinstrumente. Zusätzliche Internetplattformen vermitteln Unternehmensberater und Investoren rasch und einfach an interessante Projekte. Im Fall von Crowdfunding ermöglicht die Internetplattform sogar direkt die finanzielle Beteiligung und überwindet die asymmetrische Informationslage durch eine ausreichend kleine Stückelung der Anteile.

Der nächste Abschnitt beschreibt die Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen in Österreich. In Abschnitt 3 erfolgt die Schätzung des Umfangs geförderter bzw. alternativer Finanzierungsformen, dazu zählen geförderte Kredite, Crowdlending, Business Angels, Crowdinvesting, Venture Capital und Private Equity. Abschnitt 4 gibt eine qualitative Einschätzung der Rolle der Aktienfinanzierung für Unternehmen in der Expansionsphase. In der Zusammenfassung werden die Einzelergebnisse aus dem 3. Abschnitt in die gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung integriert.

2. Die aktuelle Finanzierungsstruktur österreichischer nichtfinanzieller Unternehmen

Die Außenfinanzierung österreichischer nichtfinanzieller Unternehmen erfolgt vorwiegend über Eigenkapital und Kredite. Diese Struktur wird auch in der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung der Oesterreichischen Nationalbank abgebildet. Diese Datenquelle enthält eine Schätzung der Finanzverflechtungen aller nichtfinanziellen Unternehmen in Österreich für deren Aktiv- und Passivseite, sowohl für die Bestandswerte als auch für die laufenden Transaktionen. In dieser Studie stehen die Bestandsgrößen im Zentrum der Analyse, weil die laufenden Transaktionen, z. B. durch ein Jahr ohne Neuemission bzw. durch eines mit einer großen Tilgung oder einem Aktienrückkaufprogramm, stark beeinflusst werden können und damit die Bedeutung einer Finanzierungsquelle verzerrt dargestellt wird.

In der österreichischen Wirtschaftspolitik bildet die Unternehmensfinanzierung ein zentrales Element zur Standortsicherung. Das aktuelle Regierungsprogramm enthält im Bereich Standort und Nachhaltigkeit mehrere Vorschläge zur Stärkung der Unternehmensfinanzierung entlang aller Entwicklungsphasen. Diese Vorschläge betreffen die Regulierungsvorgaben für den Kapitalmarkt und das Kreditwesen sowie für institutionelle Investoren. Die Struktur der Aufsichtsbehörden steht ebenso zur Diskussion wie eine Ausweitung öffentlicher Garantien für Unternehmenskredite. Die wirtschaftspolitischen Vorhaben der Bundesregierung sind auf eine Verbesserung der Bedingungen für klassische Finanzierungsformen konzentriert.

Übersicht 1 zeigt die Finanzverbindlichkeiten der nichtfinanziellen Unternehmen in Österreich mit Stand zum Jahresende 2017, wobei diese Daten auf Kapital- und Personengesellschaften beschränkt sind. Die Erfassung von Beteiligungen an Personengesellschaften ist darin unvollständig erhoben. Von den insgesamt 808 Mrd. € an Finanzverbindlichkeiten wurde der Großteil durch Eigenkapital finanziert, knapp gefolgt von der Kreditfinanzierung. Innerhalb des Eigenkapitals dominieren sonstige Anteilspapiere, d. h. die Beteiligungen an Personen- und Kapitalgesellschaften, die keine Aktiengesellschaften sind. Mit Abstand folgen die börsennotierten Aktiengesellschaften; während die nicht an der Börse notierten Aktiengesellschaften eine vergleichsweise kleine Rolle spielen. Innerhalb des Fremdkapitals gibt es ein Übergewicht der Kreditfinanzierung, wobei die Bedeutung der kurzfristigen Kredite und der Lieferverbindlichkeiten etwa gleich hoch ist. Die Finanzierung durch die Ausgabe von Unternehmensanleihen spielt für österreichische Unternehmen derzeit eine kleine Rolle. Wie die intensive Emissionstätigkeit nach der Finanzmarktkrise 2008 zeigt, hat dieses Kapitalmarktinstrument durchaus Entwicklungspotential. Die in der Öffentlichkeit intensiv diskutierten neuen Finanzierungswege – wie etwa Crowdfunding, Business Angels, Venture Capital, Private Equity sowie Mezzaninfinanzierungen – sind in der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung nicht ausgewiesen, weil sie von der Oesterreichischen Nationalbank weder erhoben noch geschätzt werden. Staatliche Förderungen in Form von Krediten,

Beteiligungen oder Zinsstützungen erleichtern ebenfalls die Finanzierungsbedingungen, bleiben aber in der Finanzierungsrechnung unberücksichtigt.

Dieses Projekt soll diese Lücke füllen und wird für die oben aufgelisteten Finanzierungsinstrumente Schätzwerte ermitteln, die als Detailgruppen der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung in Übersicht 1 dargestellt werden. Für den Bereich der Förderungen wird die Schätzung auf die vom Bund im Rahmen des ERP und des aws bereitgestellten Förderungen eingeschränkt. Neben dem Bund stellen in Österreich auch die einzelnen Bundesländer Förderungen für Eigen- und Fremdkapital bereit, sie können jedoch im Rahmen dieser Studie nicht erhoben und dokumentiert werden, sondern werden hinzugeschätzt.

Die Wiener Börse spielt nicht nur für die Finanzierung nichtfinanzieller Unternehmen in Österreich eine wichtige Rolle, sondern sie dient auch den Finanzdienstleistern als Quelle für die Aufbringung von Eigenkapital. Mit 35% des börsennotierten Kapitals (ATX) ist dieser Wirtschaftssektor in Wien sogar der größte Einzelsektor. Er bleibt in dieser Studie ausgeklammert, weil Finanzdienstleister eine Mittlerfunktion zwischen Anlegern und Unternehmen haben und ihre Bilanzstruktur durch das Einlagengeschäft von jener der herkömmlichen Unternehmen stark abweicht.

Übersicht 1: Finanzverbindlichkeiten der nichtfinanziellen Unternehmen in Österreich, 2017

Finanzierungsinstrumente	Mio. €	Anteile in %
<i>Kredite</i>	342.539	42,4
Kurzfristige Kredite	43.992	5,4
Langfristige Kredite	253.943	31,4
Handelskredite	44.604	5,5
<i>Verzinsliche Wertpapiere</i>	41.524	5,1
Kurzfristige verzinsliche Wertpapiere	559	0,1
Langfristige verzinsliche Wertpapiere	40.965	5,1
<i>Eigenkapital</i>	393.617	48,7
Börsennotierte Aktien	93.492	11,6
Nicht-Börsennotierte Aktien	35.339	4,4
Sonstige Anteilspapiere	264.786	32,8
<i>Sonstige Finanzverbindlichkeiten</i>	30.595	3,8
<i>Insgesamt</i>	808.275	100,0

Q: OeNB.

3. Detailschätzung von Einzelkomponenten der Finanzverbindlichkeiten

3.1 Die Rolle der geförderten Kredite

Förderungen und Subventionen scheinen in Unternehmensbilanzen nicht als separate Finanzierungsmittel auf. Förderungen und Subventionen werden von der öffentlichen Hand an Betriebe oder Unternehmen vergeben, um damit ein bestimmtes Verhalten der Unternehmen zu erreichen und stellen einen Eingriff in den Markt dar. Somit unterscheiden sich Förderungen und Subventionen fundamental von anderen Finanzierungsinstrumenten. Nicht nur weil sie von der öffentlichen Hand kommen, sondern weil sie sehr unterschiedliche Formen annehmen können. Direkte Förderungen können in Form von Zuschüssen, geförderten Krediten, Eigen- oder Mezzaninkapital erfolgen oder auch über Ausfallgarantien für Kapitalgeber vergeben werden. Indirekte Förderungen und Subventionen können aber auch über steuerliche Instrumente erfolgen.

Für die Unternehmensfinanzierung am relevantesten sind jene staatlichen Förderungen und Unterstützungsleistungen, welche an Finanzierungsbeschränkungen ansetzen. Finanzierungsbeschränkungen spielen insbesondere in der Diskussion um wirtschaftspolitische Eingriffe im Bereich der Innovations-, Investitions- und Gründungspolitik eine sehr wichtige Rolle. Unvollkommene Finanz- und Kreditmärkte werden als wichtiges Marktversagen wahrgenommen, das besonders technologieorientierte, junge und wachstumsorientierte Unternehmen an der Umsetzung volkswirtschaftlich relevanter Projekte hindert. Finanzierungsbeschränkungen sind aber auch Ausdruck des marktwirtschaftlichen vorausschauenden Selektionsmechanismus.

Vom Bund werden diese Förderungen und Subventionen für Unternehmen insbesondere durch die Forschungsförderungsgesellschaft (FFG) und austria wirtschaftsservice GmbH (aws) sowie über die österreichische Kontrollbank vergeben, Bundesländer haben eigene Landesförderstellen. Laut Angaben der aws und der FFG gaben diese 2017 Förderzusagen in der Höhe von rund 1,7 Mrd. € (dies beinhaltet Zuschüsse, Kredite und Garantien). Bei einer Betrachtung der Barwerte der Förderungen verkleinert sich diese Summe auf rund 700 Mio. €, insbesondere bei der aws, die vor allem mit Garantien und Krediten arbeitet, die einen geringen Förderbarwert aufweisen¹⁾). Diese Diskussion zeigt, dass die Quantifizierung der Förderungen als Teil der Unternehmensfinanzierung schwierig ist, weil:

- a) Teile der Förderungen bereits als Kredite und/oder Eigenkapital in der Finanzierungsrechnung nach ESVG aufscheinen;
- b) es bei Garantien und geförderten Krediten unmöglich ist, den Förderanteil zu quantifizieren: Ist dafür der Barwert der Förderungen heranzuziehen oder soll der Haftungsbetrag quantifiziert werden?

¹⁾ Im Jahresbericht 2017 führt die aws an, dass Finanzierungszusagen im Bereich der Kredite von 306,4 Mio. € einen Förderbarwert von ca. 17,9 Mio. € auslösten. Bei Krediten ist das Verhältnis ähnlich: einer Finanzierungsleistung von 600 Mio. € steht ein Förderbarwert von 16,4 Mio. € gegenüber.

- c) Förderstatistiken verwenden oft sehr unterschiedliche Definitionen von Förderungen und Subventionen.

3.1.1 Der Umfang geförderter Kredite und öffentlicher Haftungen

Hier fokussieren wir zunächst auf die Bereiche, die in der Unternehmensbilanz auch darstellbar sind, d. h. die geförderten Kredite. Für den Schätzwert der geförderten Kredite werden geförderte Kredite des erp-Fond und der FFG zusammengezählt. Unter der Annahme, dass der Bund (erp und FFG) rund 80% der geförderten Kredite bereitstellt, errechnen wir ein Volumen von 2.343 Mio. € von geförderten Krediten im Jahr 2017 (einschließlich Bundesländer).

Förderungen können auch in Form von Haftungsübernahmen bereitgestellt werden. Bundeshaftungen werden von der aws, der Österreichischen Hotel und Tourismusbank (ÖHT) und der FFG für die Finanzierung von Investitions- und Innovationsprojekten auf Unternehmensebene übernommen. Auch in der Ausfuhrförderung werden Haftungen übernommen, hier ist die Österreichische Kontrollbank der wesentliche Akteur. Unter der Annahme, dass bei den Haftungen für Investitions- und Innovationsprojekte 90% vom Bund übernommen werden, und die Exporthaftungen nur vom Bund durchgeführt werden, kommen wir für 2017 auf ein Haftungsvolumen von 47.311 Mio. €. Davon entfallen 45.917 Mio. € auf Exporthaftungen und 1.393 Mio. € auf Investitions- und Innovationshaftungen (*Budgetdienst*, 2018A).

Die Beteiligungen des Bundes an nichtfinanziellen Unternehmen in Form von Private Equity oder Venture Capital haben zwar Fördercharakter, sie sind aber unter diesen Finanzierungsformen in Abschnitt 3.4 diskutiert.

Subventionen im klassischen Sinne sind Zuschüsse. Nach ESVG-Klassifikation kommen die Förderungen und Subventionen über alle Gebietskörperschaften hinweg auf rund 17 Mrd. €, das entspricht rund 4,8% des BIP (Subventionen im i. w. S.) bzw. 8 Mrd. € und 2,3% des BIP (Unternehmensförderungen) (*BMF*, 2018). Unternehmensförderungen umfassen Subventionen i. e. S. und Vermögenstransfers, dazu kommen noch sonstige laufende Transfers. Allerdings beinhalten diese Zahlen auch Transfers an Unternehmen, die nicht unbedingt dem klassischen Unternehmensbereich zugeordnet werden (z. B. Asfinag, OeBB, Gesundheitswesen). Wenn man davon allein die VGR-Subventionen und Förderungen im Bereich der COFOG Abteilung wirtschaftliche Angelegenheiten betrachtet (*Budgetdienst*, 2018B), so kommt man auf einen Wert von 5,6 Mrd. € (Subventionen i. w. S.) bzw. 4,9 Mrd. € (Unternehmensförderungen). Dies stellt die obere Grenze dar, weil hier auch ein erheblicher Teil der Arbeitsmarktförderungen und der Förderungen des Schienenverkehrs enthalten sind; andererseits sind die zuvor erwähnten geförderten Kredite und Haftungen nicht in diesem Betrag enthalten.

3.2 Die Rolle des Crowdfunding

Das Crowdfunding ist ein vergleichsweise junges Finanzierungsinstrument, das erst nach Verabschiedung des Alternativfinanzierungsgesetzes einen Aufschwung erlebte. Von einem

Crowdfunding spricht man, wenn ein Unternehmen mit Finanzierungsbedarf auf einer Internetplattform sein Investitionsprojekt vorstellt und die gewünschte Art der Finanzierung angibt, z. B. werden beim Crowdlending nachrangige Kredite und beim Crowdinvesting stille Beteiligungen oder Beteiligungen in Form von Genussscheinen gesucht. Mit einem Crowdfunding erhalten Kleininvestoren kein Mitspracherecht in der Unternehmensleitung. Das wäre schon wegen der großen Zahl an Beteiligten schwierig. Interessierte Investoren können sich mit geringen Beträgen an einem Crowdfunding-Projekt beteiligen, wobei eine Finanzierung nur zustande kommt, wenn sich ausreichend viele Investoren zur Einzahlung bereit erklären. Bei einem durchschnittlichen Betrag je Investor von 1.000 € sind z. B. 500 Investoren zur Erreichung eines Investitionsvolumens von 500.000 € notwendig. Die Stückelung des individuellen Beitrags in kleine Beträge ermöglicht einerseits eine Streuung des Investitionsrisikos auf viele Investoren und andererseits können die Investoren ihre Investitionssumme auf viele kleine Projekte streuen. Übersicht 2 enthält eine Liste der Crowdfunding-Plattformen, die in Österreich derzeit aktiv sind.

Übersicht 2: Liste der aktiven Crowdfunding-Plattformen in Österreich und deren Spezialisierung, 2019

Aktive nationale Plattformen:

www.1000x1000.at	Innovationsprojekte und KMUs
www.conda.at	Startups
www.dagobertinvest.at	Etablierte Unternehmen
www.dasertragreich.at	Bereits bestehende Unternehmen
http://www.evercrowd.com/	Crowdinvesting und Crowdfunding
www.finnest.at	Erfolgreiche mittelständische Unternehmen
http://www.fundraizer.at/	Reward based Crowdfunding
www.greenrocket.com	Startups im Bereich Nachhaltigkeit
www.homerocket.com	Immobilienprojekte
http://www.regionalfunding.at/	Regionale Projekte in Niederösterreich
http://www.rendity.com/	Immobilienprojekte
http://www.respekt.net/	Spenden für Zivilprojekte
www.gemeinwohlprojekte.at	Ethische Projekte

Ausländische Reward based Crowdfunding-Plattformen mit Aktivität in Österreich:

<http://www.indiegogo.com/>
www.kickstarter.com
www.startnext.com
www.wemakeit.com

Q: WKO.

Unternehmer müssen die Investoren auf einer Crowdfunding-Plattform für ihr Projekt interessieren. Für die Projektbeschreibung auf der Crowdfunding-Plattform muss ein Text oder ein Video erstellt werden, mit dem eine ausreichende Menge an Investoren von den Erfolgchancen des Projektes überzeugt wird. Daher ist es vorteilhaft, wenn das Projekt bereits

vor der Crowdfunding-Phase in den sozialen Medien bekannt ist und rund um dieses Projekt bereits ein medialer Schwarm besteht. Das Investitionsvolumen für ein Crowdfunding wird vom Unternehmer mit einem Schwellenbetrag nach unten und mit einem Limit nach oben begrenzt. Das Alternativfinanzierungsgesetz regelt das Crowdlending und das Crowdinvesting und enthält Mindestanforderungen für die Information der Investoren. Ab einem Crowdfunding-Volumen von 5 Mio. € muss ein umfangreicher Kapitalmarktprospekt erstellt werden. Für die Einzahlung privater individueller Investoren enthält das Alternativfinanzierungsgesetz eine Höchstgrenze von 5.000 € pro Unternehmen (mit Ausnahmen für professionelle Anleger usw.).

Das Crowdfunding erfordert trotz des gestreuten Risikos ein hohes Ausmaß an Transparenz, weil jedes Projekt um Investoren wirbt und daher Informationen über das geplante Produkt bzw. die Leistung enthält. Für besonders innovative Projekte mit einem hohen Wachstumspotential kann dieses Transparenzerfordernis diese Finanzierungsform unattraktiv machen.

Projekte mit einem bereits weitgehend marktfähigen oder gut eingeführten Produkt bzw. einer Dienstleistung eignen sich besonders gut für ein Crowdfunding, weil den Investoren zusätzlich zum Finanzertrag eine physische Leistung angeboten werden kann. In diesem Fall ermöglicht eine webbasierte Kommunikation zwischen Investoren und Unternehmensleitung die bessere Verbreitung des neuen Produktes durch die Investoren, und sie können gleichzeitig als erste Nutzer des Produktes in der Produktentwicklung mitwirken. Diese Art der Kommunikation kann die Erfolgchancen eines Projektes steigern. Daher erscheint Crowdfunding besonders für die Frühphasenfinanzierung eines Unternehmens mit Risikokapital geeignet; es kann damit aber auch ein neuer Bereich innerhalb eines bereits bestehenden Klein- und Mittelbetriebs finanziert werden. Crowdfunding ist auch für Immobilienprojekte gut geeignet, weil es sich dabei um gut abgegrenzte Zwischenfinanzierungen handelt. Crowdlending kann auch in Form eines nachrangigen Kredites zur Finanzierung der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit etablierter Unternehmen eingesetzt werden, obwohl in diesem Fall kein wohldefiniertes und gut abgegrenztes Projekt vorhanden ist.

3.2.1 Der Umfang des Crowdfunding

Das Investitionsvolumen der österreichischen Crowdfunding-Plattformen wird durch die Wirtschaftskammer Österreich (WKO) seit 2013 erhoben, allerdings liegen seit Mitte 2017 keine aktuellen Daten vor. Das Wachstum dieser noch jungen Finanzierungsform lässt sich mit der Entwicklung zwischen 2013 und Mitte 2017 veranschaulichen (Übersicht 3). Im Jahr 2013 wurden insgesamt für 5 Projekte rund 613.000 € gesammelt; für weitere fünf Projekte kam keine Finanzierung zustande. Im ersten Halbjahr 2017 wurden für 56 erfolgreiche Projekte 19,2 Mio. € gesammelt; 5 Projekte fanden keinen ausreichenden Zuspruch unter den Investoren.

Übersicht 3: Projekte und Projektvolumen österreichischer Crowdfunding-Plattformen, 2013-2017

	Erfolgreiche Finanzierungs- runden	Nicht erfolgte Finanzierungen	Projekt- volumen
	Zahl		Mio. €
2013	5	5	0,613
2014	21	5	2,420
2015	46	4	8,713
2016	71	2	22,765
1. 7. 2017	56	5	19,178

Q: WKO.

Der Wert des ausfinanzierten Projektvolumens kann für das Gesamtjahr 2017 mit den vorhandenen Daten nur näherungsweise geschätzt werden, weil die Crowdfunding-Plattformen nur teilweise Investitionszahlen im Internet veröffentlichen. Die Zunahme des Projektvolumens im 1. Halbjahr 2017 (+60% im Vorjahresvergleich) deutet auf ein rasantes Wachstum im Gesamtjahr hin. Falls diese Wachstumsrate auf das gesamte Jahr übertragen werden kann, würde ein Investitionsvolumen von 36,3 Mio. € entstehen. Andererseits gelingt den Crowdfunding-Plattformen im zweiten Halbjahr tendenziell ein etwas größeres Projektvolumen: das durchschnittliche Verhältnis zwischen 1. und 2. Halbjahr ist 48:52 (2013-2016). Wenn man diese Verteilung berücksichtigt, wären im Gesamtjahr 2017 Investitionen von 40,3 Mio. € finanziert worden. Vereinfachend wird für das Gesamtjahr 2017 der Mittelwert dieser beiden Schätzungen von 38,3 Mio. € eingesetzt.

Der Bestand an crowdfinanzierten Projekten muss aus der Summe, der zwischen 2013 und 2017 investierten Projekte geschätzt werden (72,8 Mrd. €). Zwei der Crowdfunding-Plattformen geben im Internet nicht nur das gesammelte Projektvolumen bekannt, sondern signalisieren den Investoren darüberhinausgehend auch das Potential der Rückflüsse. In beiden Fällen betrug das Verhältnis der Rückflüsse zum insgesamt gesammelten Kapital etwas über ein Fünftel. Dieser Wert wird für die Schätzung des zu Jahresende 2017 ausstehenden Betrags an Crowdfunding auf den Bruttobestand von 72,8 Mrd. € angewendet, sodass insgesamt 57,1 Mrd. € an investiertem Projektvolumen zu erwarten sind.

Die Aufteilung des aushaftenden Projektvolumens auf Fremd- und Eigenkapital wird von der WKO nicht erhoben und wird auch von den einzelnen Plattformen nicht veröffentlicht. Die Durchsicht aktueller Projektfinanzierungen im Jänner 2019 zeigt eine klare Dominanz von Projekten mit der Suche nach einer Fremdfinanzierung, d. h. der einen oder anderen Form des Mezzaninkapitals. Die Suche nach Eigenkapitalfinanzierungen ist dagegen selten. Der Crowdfunding Monitor 2018 (Galkiewicz – Galkiewicz, 2018 S. 14) führt das internationale Volumen an Crowdfunding an und präsentiert aufbauend auf internationalen Quellen ein Verhältnis zwischen Fremd- und Eigenkapitalsuche auf Crowdfunding-Plattformen von 9:1.

Wenn man dieses international geltende Verhältnis auf den österreichischen Markt überträgt, folgt ein Bestand an Crowdlending von rund 52 Mio. € und ein Crowdinvesting von 5 Mio. €.

3.3 Die Rolle der Business Angels

Das Gabler-Wirtschaftslexikon definiert Business Angels als „*vermögende Privatpersonen, die eigenes Geld, Zeit oder beruflich erworbene Kompetenzen u. a. in der Hoffnung auf einen finanziellen Gewinn in junge Unternehmen (Start-up-Unternehmen) investieren und damit an den Risiken und Chancen der Unternehmensentwicklung teilhaben.*“²⁾.

Investoren und Unternehmer können durch unterschiedliche Kanäle aufeinandertreffen. Einerseits bringen institutionalisierte Plattformen kapitalsuchende Unternehmen mit interessierten Business Angels zusammen. Diese Plattformen können sowohl staatlich als auch privat organisiert sein. Andererseits können Business Angels Beteiligungen auch ohne Vermittlung von Plattformen tätigen. Häufig werden Business Angel Investitionen durch stille Beteiligungen umgesetzt. Der typische stille Gesellschafter – in diesem Fall ein Business Angel – bringt sich mit seinem Vermögen ein und erhält dafür eine Gewinnbeteiligung. Die stille Gesellschaft besitzt keine Rechtspersönlichkeit und besteht lediglich im Innen- und nicht im Außenverhältnis. Die Rechtsträger sind alleine die Gesellschafter. Sie kann auch nicht in das Grundbuch oder Firmenbuch eingetragen werden³⁾.

Die Ziele einer Beteiligung von Business Angels sind breiter gestreut als jene von institutionellen Investoren, die vor allem auf Portfolio-Optimierung und Gewinnmaximierung abzielen. Business Angels können unter anderem aus persönlichen Gründen, wie familiärer Verbundenheit, oder aus Affinität zur Geschäftsidee investieren. Das hat zur Folge, dass manche Investoren sich ihrer Rolle als „Business Angel“ nicht bewusst sind.

Diese unterschiedlichen Arten des Zustandekommens der Beteiligungen impliziert Schwierigkeiten bei der Erfassung von Business Angel Finanzierungen. Lediglich öffentlich zugängliche Daten können statistisch verarbeitet werden. Solche Schätzungen stellen eine absolute Untergrenze der gesamten Business Angel Finanzierungen dar. Eine große „Dunkelziffer“ bleibt bestehen. Diese ergibt sich durch Beteiligungen stiller Gesellschafter, nicht veröffentlichte Daten von Plattformen und Investitionen jenseits von Plattformen.

3.3.1 Der Umfang von Finanzierungen durch Business Angels

Im Folgenden wird auf die Datenlage der Förderbank des Bundes zurückgegriffen. Die Austria Wirtschaftsservice GmbH stellt Instrumente zur Förderung von Business Angel Beteiligungen zur Verfügung. Das Programm „aws i2 Business Angels“ bietet seit 1997 ein bundesweites Vermittlungsservice (National Angels Matching Service) zwischen eigenkapitalsuchenden

²⁾ Siehe <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/business-angels-27156/version-250819> (vom 18.1.2019).

³⁾ Siehe <https://www.wko.at/service/wirtschaftsrecht-gewerberecht/Stille-Gesellschaft.html> (vom 18.1.2019).

Unternehmen (Start-ups sowie bestehende KMU) und Business Angels an⁴). Eine Ausweitung der Datenbasis auf private Vermittlungsplattformen ist zwar technisch möglich, jedoch ist dessen Mehrwert aufgrund von Überschneidungen der Investorenbasis und der umgesetzten Beteiligungsprojekte fraglich. Es liegen keinerlei Schätzungen für Marktanteile vor, weshalb auch eine Hochrechnung auf den Gesamtmarkt nicht durchführbar ist.

Im Jahr 2017 entstand ein von der aws vermitteltes Investitionsvolumen im Ausmaß von 5,5 Mio. €, 2016 von 5,0 Mio. € und 2015 von 4,9 Mio. €. Analog zu den Venture Capital (VC) bzw. Private Equity (PE) Bestandsgrößen werden die Bestände der Business Angel Investments für frühere Jahre geschätzt, was zur Frage der durchschnittlichen Haltedauer führt. Es ist zu erwarten, dass sowohl der Mittelwert als auch die Spannbreite der Haltedauer von Business Angel Investitionen deutlich größer sind als jene von VC/PE. Somit bestehen Probleme bei der Datenerfassung sowie bei der Schätzung von Bestandsgrößen, die auf noch stärkeren Annahmen fußen.

Basierend auf Informationen der aws GmbH wird eine durchschnittliche Haltedauer von sieben Jahren angenommen. Das entspricht etwa dem oberen Quintil der VC-Haltedauern der Studie des Bundesverbands Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften.

Letztlich sei angemerkt, dass geeignetes Datenmaterial nur für den aktuellen Rand verfügbar ist. Die Business Angel Datenbasis ist im Zeitablauf mit Vorsicht zu interpretieren. Es kann jedoch zu Verzerrungen kommen, weil nicht nur die Investitionen der Business Angels gewachsen sind, sondern auch das Bewusstsein der Investoren und die Bekanntheit der Plattform sich erhöht haben. Um Bestandsgrößen zu erhalten, werden die Zeitreihen der früheren Jahre hinzugeschätzt. Hierfür wird das durchschnittliche Wachstum des VC-Sektors der Jahre 2016 und 2017 im Vergleich zu 2010 und 2011 als Näherungswert verwendet, das annualisiert etwa 3,9% entspricht. Gerundet ergibt dies für das Jahr 2017 einen nominellen Bestand an Business Angel Investitionen von etwa 37 Mio. €. Dieser ist – wie erläutert – als absolute Untergrenze zu interpretieren.

3.4 Die Rolle von Private Equity und Venture Capital

Private Equity (PE) im weiteren Sinne ist privates Beteiligungskapital für nicht börsennotierte Unternehmen. Venture Capital (VC) ist hiervon eine Unterkategorie, die sich als Risikokapital definiert. VC ist professionelles Eigenkapital, das gemeinsam mit dem Unternehmer investiert wird, um die Anfangsphase (Startkapital- (Seed) und Existenzgründungs- (Start-up) -Phase) bzw. die Expansion eines Unternehmens zu finanzieren. Mit dem hohen Risiko geht eine hohe Renditeerwartung einher. Hiervon ist PE im engeren Sinne zu unterscheiden, das sich auf

⁴) Der aws Business Angel Fonds verdoppelt mit staatlichen Mitteln das Kapital, das ein privater Business Angel in ein Jungunternehmen einbringt. Im Jahr 2017 erfolgten 37 Beteiligungen mit einem Gesamtvolumen von 2,4 Mio. €. Siehe aws Leistungsbericht 2017:

https://www.aws.at/fileadmin/user_upload/Downloads/Berichte/aws_2017_Leistungsbericht.pdf (abgerufen am 18.1.2019).

weniger riskante Investitionen konzentriert, wie etwa Management Buy-outs (*Jud et al.*, 2013). Im Folgenden wird unter PE die enger gefasste Definition verstanden.

3.4.1 Der Umfang von Venture Capital und Private Equity Finanzierungen

Um die Investitionsbestände von VC und PE zu schätzen, wird auf das Datenmaterial der jährlichen Erhebungen von Invest Europe (ehemals EVCA) zurückgegriffen. Dies ist der Dachverband der europäischen Risikokapitalgeber und Corporate Finance Dienstleister, bei dem auch der österreichische Verband, die Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation (AVCO), Mitglied ist⁵⁾.

Die hier berichteten Investitionsdaten werden durch die Mitglieder des Verbands gemeldet. Dieser deckt die Mehrzahl der in Österreich tätigen Investoren ab. Dennoch liegt keine Vollerhebung vor, weshalb die ausgewiesenen Zahlen die untere Grenze aller Investitionen darstellen. Im Folgenden wird auf die „Marktstatistik“ zurückgegriffen. Diese erfasst die Investitionen von Fonds in österreichische Unternehmen⁶⁾.

Die Daten erlauben eine Unterscheidung in PE und VC. Venture Capital wird als Wagniskapital für Unternehmen in Früh- und Wachstumsphasen interpretiert. In der vorliegenden Studie wird einer WIFO-Einteilung gefolgt (*Jud et al.*, 2013) und Venture Capital als die Summe der Unterklassen Seed, Start-up, Later-Stage Venture und Growth Capital definiert. Private Equity ist definiert als die Summe der Kategorien Rescue/Turnaround, Replacement Capital und Buyout.

Die jährlich ausgewiesenen Werte sind Investitionen und somit Flussgrößen. Zur Errechnung der Bestandsgrößen werden Aggregate gebildet. Hierfür wird die Haltedauer von Investitionen der PE- und VC-Fonds herangezogen. Eine Evidenz aus dem Jahr 2012 vom Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften kam zu folgendem Ergebnis: VC Fonds hielten ihr Investment durchschnittlich 61 Monate bis zum Exit, während Buy-outs (PE) mit 54 Monaten etwas kürzer gehalten wurden. Dies sind Durchschnittswerte, wobei etwa ein Siebtel kürzer als zwei Jahre und ein Viertel länger als sechs Jahre gehalten wurde. Eine im Jahr 2015 von PwC veröffentlichte Befragung von deutschen VC-Manager zeigt, dass die durchschnittliche Haltedauer angestiegen ist und im Durchschnitt etwa bei 6 Jahren liegt⁷⁾.

Diese Ergebnisse wurden durch Informationen der AVCO für den österreichischen Kontext validiert. Sowohl die in den letzten Jahren leicht angestiegene Haltedauer als auch die kürzere Haltedauer von VC im Vergleich zu PE sind auch am österreichischen Markt zu erwarten. Im Folgenden wird daher eine Haltedauer von sechs Jahren für VC-Fonds und eine Dauer von fünf Jahren für PE-Fonds angenommen. Die Bestandsgrößen ergeben sich aus der rollenden Summe

⁵⁾ Siehe <https://if.investeurope.eu/> (abgerufen am 16.1.2019).

⁶⁾ Die hier nicht verwendete „Industriestatistik“ erfasst hingegen Investitionen von Fonds mit Sitz in Österreich.

⁷⁾ Siehe

https://www.bvkap.de/sites/default/files/press/429_20120510_praesentation_bvk_studie_beteiligungsdauer_von_priv ate_equity_finanzeungen_3.pdf und <https://www.vc-magazin.de/allgemein/pwc-studie-private-equity-branche-im-wandel/> (abgerufen am 14.1.2019).

der Investitionen in diesen Fenstern (moving sum). Zudem werden die gemeldeten jährlichen Beteiligungen sowie die darin enthaltenen staatlichen Beteiligungen durch die Förderbank des Bundes (Austria Wirtschaftsservice GmbH) separat ausgewiesen. Diese nehmen einen verhältnismäßig kleinen Anteil ein. Alle ausgewiesenen Werte sind nominell (siehe Übersicht 4). Diese sind als Untergrenze der tatsächlichen Werte zu interpretieren.

Übersicht 4: VC- und PE in Österreich - Bestand und Investitionen, 2014-2017

	2014	2015	2016	2017
	Mio. €			
VC Bestand	642	715	719	788
PE Bestand	1.538	1.825	1.766	1.666
aws Beteiligungen	14	14	12	15
VC-Investitionen	105	187	79	275
PE-Investitionen	181	921	36	132

Q: Invest Europe (Marktstatistik), AVCO Informationen, aws Leistungsberichte, WIFO-Berechnungen.

4. Qualitative Einschätzung der Aktienfinanzierung über die Börse als Finanzierungsquelle in der Expansionsphase von Unternehmen

Die Unternehmensfinanzierung mit Eigenkapital erfordert ab einer gewissen Unternehmensgröße bzw. für besonders dynamisch wachsende Unternehmen liquide Börsenmärkte mit einer ausreichend großen Zahl an Marktteilnehmern. In der Regel besteht zwischen der Liquidität einer Börse (z. B. gemessen am Handelsvolumen) und deren Unternehmensfinanzierungsfunktion ein positiver Zusammenhang (*Hözl et al.*, 2016). Wenn diese Voraussetzungen erfüllt sind, kanalisieren gut regulierte Kapitalmärkte finanzielle Mittel zu den aussichtsreichsten Unternehmen und fördern damit die alloкатive Effizienz einer Wirtschaft. Die Regulierung verbessert durch Kontroll- und Veröffentlichungspflichten auch die Umsetzung der Corporate Governance in börsennotierten Unternehmen (*Kaserer – Rapp*, 2014; *Bekaert – Harvey*, 1997).

Kapitalmärkte spielen in der Expansionsphase eines Unternehmens eine wichtige Rolle. Die Kapitalgeber der Frühphase nutzen Aktienmärkte als einen Weg zum Ausstieg aus ihrer Investition, allerdings hat sich gezeigt, dass traditionelle Börsensegmente für kleinere Unternehmen nicht gut geeignet sind (*Vismara et al.*, 2012; *Hözl et al.*, 2016). Das liegt zum einen an den hohen Transaktionskosten bei der Emission, zum anderen aber auch an den Investitionsmotiven und der Risikoneigung der Investoren. Deshalb gab es immer wieder Initiativen zur Einrichtung eigener KMU-Märkte bzw. Börsensegmente für KMU. Sie werden den Erfordernissen der KMU-Finanzierung besser gerecht und sprechen Investoren mit einem Interesse an kleinen dynamischen Unternehmen direkt an.

Die europäische MiFID II Richtlinie (Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente) sieht die Schaffung von KMU-Wachstumsmärkten als eigenes Börsensegment vor. Gemäß MiFID II handelt es sich dabei um Märkte, in dem der Großteil der Emittenten aus KMU mit einer durchschnittlichen Marktkapitalisierung von weniger als 200 Mio. € (Small Caps) bestehen soll. Viele europäische Länder verfügen bereits über eigene Aktienmärkte für kleinere Unternehmen, die als multilaterale Handelssysteme („nicht reglementierte Märkte“ bzw. MTF) organisiert sind und über eigene nicht gesetzliche Regeln ein Qualitätssegment für KMU etablieren⁸⁾.

Die meisten dieser Börsen folgen dem Vorbild des Alternative Investment Markets (AIM) an der Londoner Börse und sind ebenfalls an etablierte Börsen angebunden. In Europa sind der AIM London und der NewConnect in Warschau besonders erfolgreiche KMU-Märkte. *Hözl et al.* (2016) und *Vismara et al.* (2012) zeigen auch, dass die meisten dieser KMU-Märkte vor allem für nationale Unternehmen relevant und attraktiv sind, auch wenn die Märkte grundsätzlich international ausgerichtet sein können (z. B. First North in Skandinavien).

⁸⁾ MTF sind Multilateral Trading Facilities, d. h. von Börsen oder Wertpapierfirmen betriebene multilaterale (mehreseitige) Handelssysteme, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, die weder gesetzlich geregelte Zulassungsvoraussetzungen noch Transparenzpflichten einhalten müssen. Insider-Handel und Marktmanipulation sind ebenso wie auf geregelten Märkten untersagt. Die Wiener Börse AG betreibt den Dritten Markt als MTF.

Bei der Kapitalaufnahme und dem Börsengang ist auf vielen KMU-Märkten das Private Placement die wichtigste Form der Kapitalaufbringung und dominiert die klassische Form des Börsengangs mit einem Public Placement. Grund dafür ist, dass bei einem Private Placement und einer Zulassung an einem nicht geregelten Markt (MTF) die gesetzliche Prospektspflicht keine Anwendung findet⁹⁾. Auf liquiden Märkten sind auch Kapitalerhöhungen bereits notierender Unternehmen häufig, womit diese Märkte ihre Funktion der Unternehmensfinanzierung erfüllen¹⁰⁾. Studien zeigen, dass der primäre Vorteil eines Börsengangs für kleinere Unternehmen in der Verbesserung der Möglichkeit, notwendige Wachstumsfinanzierung zu erhalten, liegt (*Bacel – Mitoo, 2009; Kim – Weisbach, 2008*).

In Österreich war seit dem Gesellschaftsrechtsänderungsgesetz 2011 (GesRÄG 2011) und der verpflichtenden Umstellung von Inhaber- auf Namensaktien für die nicht auf einer MTF notierten Unternehmen eine Situation eingetreten, die eine Notierung am Dritten Markt unmöglich machte. Erst mit der Änderung des Aktiengesetzes im November 2018 (BGBl. I Nr. 76/2018) wurde diese regulatorische Falle ausgebessert und seit 21. Jänner 2019 hat auch die Wiener Börse mit dem direct market plus einen solchen Markt. Die europäischen Erfahrungen zeigen aber auch deutlich, dass derartige Marktsegmente ihre Unternehmensfinanzierungsfunktion nur dann gut erfüllen, wenn Unternehmen, Investoren, Berater und Investmentbanken diesen Markt mit Leben füllen.

⁹⁾ Die direkten Kosten einer Börsennotierung – die Zulassungs- und Notierungsgebühr – machen einen fast vernachlässigbaren Teil der gesamten Emissions- bzw. Notierungskosten aus. Die Kosten der Veröffentlichungspflichten, der rechtlichen Begleitung, der Einhaltung von Richtlinien zur Unternehmenskontrolle (Corporate Governance) und der Investor Relations betragen ein Vielfaches dieser Gebühren. Diese Kosten können bei börsengeregelten Märkten im Gegensatz zu den regulierten Märkten von der Börse besser gesteuert und die Auflagen leichter ausgestaltet werden.

¹⁰⁾ Diese Aufgabe kann dagegen vom ungeregelten Dritten Markt in der Regel nicht übernommen werden. Erst die zusätzlichen Regulierungen durch die Börse schaffen ein Umfeld, das auch die Unternehmensfinanzierung ermöglicht.

5. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Die Ausbreitung neuer Finanzierungsformen ist teilweise eine Reaktion auf technische Neuerungen und teilweise eine Reaktion auf Entwicklungen im Ausland. Crowdfunding kann als Beispiel für die erste Art von Reaktion angeführt werden, während Venture Capital die Vorbilder der Risikofinanzierung aus Kalifornien und Massachusetts aufgreift. In Österreich setzen sich diese Neuerungen nur langsam durch, wobei die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank nach der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise 2008 bzw. 2012 durchaus förderlich für die Akzeptanz alternativer Finanzierungsformen war.

Die Wahl der Finanzierungsform hängt von einer Vielzahl an Faktoren ab. Dazu zählen die Steuergesetzgebung, die Höhe der Transaktionskosten, Veröffentlichungspflichten, das Ausmaß an asymmetrischer Information zwischen Investor und Geschäftsleitung, die Einfluss- bzw. Kontrollmöglichkeiten der Eigentümer über die Geschäftsleitung, die Unternehmensgröße und dessen Wachstumspotential. Die Bedeutung einzelner Faktoren und die Aufnahme technologischer Neuerungen bzw. ausländischer Vorbilder in die bestehende Finanzierungslandschaft wirken sich entsprechend auf die Finanzierungsstruktur österreichischer Unternehmen aus.

In Österreich dominiert nach wie vor die Eigenfinanzierung durch Eigenkapital der Gesellschafter eines Unternehmens. Knapp die Hälfte der Finanzverbindlichkeiten österreichischer Unternehmen wird über Eigenkapital aufgebracht (Übersicht 5). Die sonstigen Beteiligungspapiere dominieren diese Finanzierungsform vor den börsennotierten Aktien. Die zweite wichtige Finanzierungsquelle sind langfristige Kredite. Sie haben etwa dieselbe Bedeutung wie die sonstigen Anteilspapiere.

Neue Formen der Eigenkapitalfinanzierung – wie etwa Crowdfunding, Business Angels, Private Equity und Venture Capital – verhalfen den nichtfinanziellen Unternehmen bis 2017 zu einem Finanzierungsvolumen von 2,5 Mrd. € oder 0,3% der gesamten Bilanzsumme von 808 Mrd. €. Neue bzw. staatliche Formen der Fremdfinanzierung – wie etwa geförderte Kredite und Crowdlending – brachten es gemeinsam auf 2,4 Mrd. € oder 0,3% der Bilanzsumme.

Dementsprechend ist die wirtschaftspolitische Agenda der österreichischen Bundesregierung auf die gewohnten Instrumente der Unternehmensfinanzierung konzentriert. Das aktuelle Regierungsprogramm sieht eine Senkung des Körperschaftsteuersatzes vor und orientiert das Ausmaß der Steuersenkung an einer Verschiebung der internationalen Position Österreichs. Österreich soll aus dem oberen Drittel der EU-Mitgliedstaaten (EC, 2018) wieder ins Mittelfeld gebracht werden. Diese Maßnahme wird die Innenfinanzierungskraft der Unternehmen steigern und senkt damit die Finanzierungskosten für Unternehmen mit ausreichend hohem Cashflow. Im Bereich der kleinen Kreditinstitute erwägt die Bundesregierung eine stärkere Proportionalität der Regulierung, d. h. eine Erleichterung der Regulierungsintensität. Diese Initiative sollte sich vor allem positiv auf das Kreditangebot an Klein- und Mittelunternehmen auswirken. Schließlich hat die Bundesregierung mit der Schaffung der rechtlichen

Voraussetzungen für den direct market plus der Wiener Börse eine wichtige Möglichkeit zur Aufbringung von kapitalmarktbasierendem Expansionskapital geschaffen.

Übersicht 5: Finanzverbindlichkeiten der nichtfinanziellen Unternehmen in Österreich, 2017

		Mio. €	In %
Kredite	davon	342.539	42,4
	Kurzfristige Kredite	43.992	5,4
	Langfristige Kredite	253.943	31,4
	davon	2.395	0,3
	geförderte Kredite	2.343	0,3
	Crowdlending	52	0,0
	Handelskredite	44.604	5,5
Anleihen	davon	41.524	5,1
	Kurzfristige verzinsliche Wertpapiere	559	0,1
	Langfristige verzinsliche Wertpapiere	40.965	5,1
Eigenkapital	davon	393.617	48,7
	Börsennotierte Aktien	93.492	11,6
	Nicht-Börsennotierte Aktien	35.339	4,4
	Sonstige Anteilspapiere	264.786	32,8
	davon	2.496	0,3
	Business Angels	37	0,0
	Crowdinvesting	5	0,0
	Private Equity	1.666	0,2
Venture Capital	788	0,1	
Übrige Finanzverb.		30.595	3,8
Insgesamt		808.275	100,0

Q: OeNB, aws, AVCO, Budgetdienst, BMF, EVCO, WKO. - 1) Zusätzlich zu den geförderten Krediten werden die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen durch Zuschüsse und Garantien erleichtert. Insgesamt wurden 4,7 Mrd. € (2017) an Unternehmensförderungen im Bereich wirtschaftliche Angelegenheiten nach (COFOG-Einteilung) vergeben. Das entspricht 0,6% der Bilanzsumme von 808 Mrd. €. Insgesamt waren 2017 Haftungen des Bundes für Unternehmenskredite und im Rahmen der Ausfuhrförderung von 47,3 Mrd. € ausständig, das entspricht 5,9% der Bilanzsumme.

6. Literaturhinweise

- Bacel, F., Mitoo, U. R., "Why do European Firms go Public?", *European Financial Management*, 2009, 15(4), S. 844-884.
- Bekaert, G., Harvey, C.R., *Capital Markets: An Engine for Economic Growth*, NBER, 1997.
- BMF, Förderungsbericht 2017, Bericht der Bundesregierung, Wien, 2018. https://www.bmf.gv.at/budget/das-budget/Foerederungsbericht_2017.pdf?6prwz8.
- Budgetdienst (2018A), Bericht über die Übernahme von Bundeshaftungen im Jahr 2017 (9/BA), Analyse des Budgetdienst des Österreichischen Parlaments, 2018, https://www.parlament.gv.at/ZUSD/BUDGET/2018/BD_-_Haftungen_2017.pdf.
- Budgetdienst (2018B), Förderungsbericht 2017 (III-202 d.B.), Analyse des Budgetdienst des Österreichischen Parlaments, 2018, https://www.parlament.gv.at/ZUSD/BUDGET/2018/BD_-_Foerederungsbericht_2017.pdf.
- Dallari, P., End, N., Miryugin, F., Tieman, A. F., Yousefi, S. R., *Pouring Oil on Fire: Interest Deductibility and Corporate Debt*, 2018, IMF- Working Paper, (WP/18/257).
- Deveraux, M.P., Fuest, C., "Corporate Income Tax Coordination in the European Union, Transfer", *European Review of Labour Research*, 2010, 16(1), S. 23-28.
- EC, *Taxation Trends in the European Union*, DG Taxation and Customs Union, Europäische Kommission, Brüssel, 2018.
- Galkiewicz; D.P., Galkiewicz; M., *Crowdfunding Monitor 2018*, Bermag/Szczecin, www.bermag.eu, 2018.
- Grossman, S., "On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Traders Have Diverse Information", *Journal of Finance*, 1976, 31(2), S. 573-585.
- Hayek, F. A., "The Use of Knowledge in Society", *American Economic Review*, 1945, 35(4), S. 519-530.
- Hözl, W., Böheim, M., Friesenbichler, K., *KMU Börsen in Europa*, WIFO Monographie, Studie für das bmwfw und die aws, 2016.
- Jud, T. (Koordinator), Marchart, J., Friesenbichler, K., Peneder, M., *Risikokapital in Österreich Angebots- und Nachfrageseitige Erklärungsfaktoren für die geringe Ausprägung*, Studie im Auftrag des bmwfj und aws, Wien, 2013.
- Kaserer, C., Rapp, M. C., *Capital Markets and economic growth: Long-term trends and policy challenges*, Research Report, 2014.
- Kim, W., Weisbach, A. C., "Motivations for public equity offers: an international perspective", *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(2), S. 281-307.
- Loretz, S., "Corporate Taxation in the OECD in a wider context", *Oxford Review of Economic Policy*, 2008, 24(4), 639-660.
- Tirole, J., *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, 2006.
- Url, T., "Kapitalmärkte als Finanzierungsquelle und Instrument zur Unternehmenskontrolle", *Wirtschaftspolitische Blätter*, 2012, 59(1), S. 53-66.
- Vismara, S., Paleari, S., Ritter, J., "Europe's Second Markets for Small Companies", *European Financial Management*, 2012, 18 (3), S. 352-388.