
Mit Wagniskapital die Wirtschaft erneuern

Prof. Dr. Christian Keuschnigg, Universität St. Gallen, christian.keuschnigg@unisg.ch

***In Kürze:** Die ertragsreichsten Innovationen sind auch die riskantesten und am schwierigsten zu finanzieren. Wagniskapital vervollständigt den Kapitalmarkt und lenkt Investitionskapital zu innovativen Start-ups, die sich trotz ihres hohen Potentials nicht allein mit Bankkrediten finanzieren können. Wagniskapital ermöglicht die Realisierung von rentablen Investitionen, die sonst mangels Zugang zu Kapital nicht stattfinden würden, und trimmt die Beteiligungsunternehmen mit strategischer Beratung und Kontrolle auf Wachstumskurs. Ein aktiver Markt für Wagniskapital befeuert das gesamtwirtschaftliche Wachstum, in dem er Kapital dort zum Einsatz bringt, wo die volkswirtschaftliche Rentabilität am höchsten ist und am meisten zukunftsträchtige Beschäftigung entsteht.*

DIE RISIKOREICHSTEN INNOVATIONEN

Um internationalen Vergleich einen Spitzenplatz zu halten, muss Österreich mehr und grundlegendere Innovationen hervorbringen und neue Unternehmen konsequent auf Wachstumskurs trimmen. Die Investitionen mit den höchsten Erträgen sind jedoch auch die riskantesten. Die großen Konzerne dominieren das Volumen der F&E Ausgaben in der Wirtschaft, aber die radikalsten und grundlegendsten Innovationen mit dem größten Potential stammen oft von risikoreichen Start-ups. Kleine Unternehmen bieten bessere Anreize und sind weniger bürokratisch. Die Gründer setzen ihr ganzes Vermögen ein und verbinden ihre persönliche Existenz mit dem Erfolg ihrer Geschäftsidee. Sie sind auch nicht auf existierende Leistungen und Produkte des Unternehmens fixiert und daher eher in der Lage, ganz neue Wege zu gehen, für die es noch gar keinen Markt gibt. Wenn ein ganz neuer Markt entsteht, können die ersten Anbieter eine dominierende Marktstellung mit den größten Wachstums- und Gewinnchancen erlangen. Innovative Gründer sind auch dem größten Risiko ausgesetzt. Das Risiko liegt einerseits in der Innovation selbst und andererseits im Wesen junger Start-ups. Ein neues Angebot ist auf dem Markt von den Nachfragern noch nicht getestet und mag Anklang finden oder nicht. Innovative Start-ups sind in der ersten Phase meist auf die technologischen Herausforderungen der Produktentwicklung fokussiert. Aufgrund ihrer kurzen Geschichte hatten sie wenig Gelegenheit, unternehmerische Erfahrung zu sammeln und ein professionelles Management einzurichten. Dies ist umso verhängnisvoller, als die häufigste Ursache für das Scheitern in Managementfehlern unterschiedlichster Art liegt. Angesichts der kurzen Lebenszeit konnten junge Start-ups noch wenig Eigenkapital bilden und haben es schwer, kritische Situationen zu überbrücken und Verluste wegzustecken. Daher ist es kein Zufall, dass innerhalb der ersten drei bis fünf Jahre etwa die Hälfte der Unternehmen scheitert und aufgeben muss.

Auch wenn die heimischen Unternehmen und insbesondere die KMUs sehr von Bankkrediten abhängig sind, sind die Banken nicht die besten Finanziere von innovativen Start-ups. Eine reine Kreditfinanzierung scheidet meist aus, wenn sich die Banken angesichts eines unerprobten Geschäftsmodells und fehlender Sicherheiten einem überaus hohen Risiko gegenüber sehen, und wenn der Unternehmenserfolg und damit die Bedienung des Kredits so sehr von der zentralen Idee, der Kompetenz und dem Engagement des Gründers abhängt. Die Banken haben nicht die unternehmerische Kompetenz, um neben der Finanzierung auch strategische Beratung und Managementkontrolle zu leisten, um den Erfolg und damit die sichere Rückzahlung der Kredite

beeinflussen zu können. Eine Kreditfinanzierung bietet auch nicht die Kontroll- und Entscheidungsrechte, um bei einer möglichen Fehlentwicklung korrigierend eingreifen zu können. Innovative Gründungen brauchen risikotragendes Beteiligungskapital sowie aktive strategische Beratung und Überwachung aus einer Hand. Die Marktlösung dafür ist Wagniskapital (Venture Capital).

WERTSTEIGERUNG MIT WAGNISKAPITAL

Die Finanzierung erfolgt typischerweise mit Eigenkapital oder eigenkapitalähnlichen Instrumenten wie Wandelschuldverschreibungen und wird auf mehrere Runden aufgeteilt, wobei die nächste Finanzierungstranche vom Erreichen wichtiger Meilensteine der Unternehmensentwicklung abhängt. Indem sie Eigenkapital zur Verfügung stellen, nehmen die Wagnisfinanziers den Unternehmern einen Teil des Risikos ab. Mehr Eigenkapital und das Engagement eines professionellen Investors ermöglichen dem Unternehmen meist zusätzliche Finanzierung mit Bankkrediten, die sonst nicht verfügbar wäre, und damit umfangreichere Investitionen. Die Finanziers erhalten mit den Beteiligungsanteilen Mitspracherechte und sichern sich mit speziellen Vertragsklauseln zusätzliche Rechte, damit sie im Notfall tatsächlich eingreifen und ihre Rendite retten können. Indem sie mit Eigenkapital sich anteilig an den Gewinnen und Verlusten beteiligen, erhalten sie starke Anreize, sich mit wertsteigernden Beratungs- und Kontrolltätigkeiten zu engagieren und aktiv auf den größtmöglichen Unternehmenserfolg hinzuarbeiten, um so ihren eigenen Beteiligungsertrag weiter zu steigern. Ein Partner einer Finanzierungsgesellschaft kann nur wenige Portfoliounternehmen betreuen, wenn die Qualität der begleitenden Unterstützung erhalten bleiben soll. Die aktive Unterstützung und Begleitung der Beteiligungsunternehmen macht die Wagnisfinanzierung zu einem zeitintensiven und teuren Geschäft. Aus diesen Gründen ist sie wesentlich teurer als ein Bankkredit, aber die Unternehmen erhalten auch weit mehr als nur Kapital.

Wagnisfinanzierung entschärft zwei Marktstörungen in der Finanzierung von innovativen Start-ups: Zugang zu Kapital und Managementunterstützung bei mangelnder unternehmerischer Erfahrung. Erstens ermöglicht Wagniskapital die Realisierung von potentiell sehr rentablen Projekten, die sonst keine Bankkredite erhalten würden. Selbst wenn es teurer und mit mehr Kontrolle verbunden ist als ein Bankkredit, ist Wagniskapital für die Firmen besser als gar keine Finanzierung. So können Einkommens- und Beschäftigungsmöglichkeiten realisiert werden, die sonst brach liegen würden. Zweitens hilft die strategische Beratung und Managementkontrolle den Beteiligungsunternehmen, besser ihr Potential auszuschöpfen und mehr Wachstum zu realisieren. Firmen, die Wagniskapital erhalten, wachsen schneller, werden grösser und schaffen mehr Jobs als andere vergleichbare Unternehmen. Der wertsteigernde Einfluss macht sich bemerkbar, indem wagnisfinanzierte Unternehmen radikalere Innovationsstrategien verfolgen und mehr Patente anmelden; den Markteintritt beschleunigen, um eine dominierende Marktstellung zu erlangen; und schneller Management, Marketing und Personalwesen professionalisieren. Die Gründer nehmen häufig einen Verlust an Unabhängigkeit durch unbequemen Fremdeinfluss wahr, wenn die Wagnisfinanziers ihre Kontrollrechte und Eingriffsmöglichkeiten nutzen. Dies hat jedoch die positive Folge, frühzeitig vermeidbare Ausfälle verhindern und mögliche Fehlentwicklungen bezüglich des weiteren Wachstums korrigieren zu können.

Der wertsteigernde Einfluss der Präsenz eines erfahrenen Wagnisfinanziers, der seine unternehmerische Erfahrung, Marktkenntnisse, Kontakte und Netzwerke einbringen, wirkt auch auf andere Kapitalgeber vertrauensbildend und ermöglicht oft zusätzliche Bankkredite, die sonst nicht möglich wären. Je grösser die eigene unternehmerische Erfahrung, Marktkenntnisse und Reputation der Wagnisfinanziers ist, desto eher macht sich der wertsteigernde Einfluss in den Unternehmen bemerkbar, und desto eher gelingt es den Finanzierungsgesellschaften, die Projekte mit besonders hohem Potential aufzuspüren. Daher lässt sich die bessere Unternehmensperformance von wagnisfinanzierten Firmen im Vergleich zu anderen Start-ups etwa zu 50% auf strategische Beratung und Kontrolle und zu 50% auf eine bessere Projektauswahl zurückführen, indem Wagnisfinanziers innovativere Projekte finanzieren, die

von vornherein mehr Potential haben. Der Erfolg hängt sehr von der Qualität und dem unternehmerischen Knowhow der Finanzierungsgesellschaften ab. Diese unterscheiden sich in Alter, Reputation und Professionalität. Den besten Anbietern gelingt eine bessere Projektauswahl, so dass am Ende die besten Firmen mit den erfahrensten Wagnisfinanziers zusammenkommen und bei ihnen die größte Wertsteigerung erfahren.

EIN AKTIVER MARKT FÜR WAGNISKAPITAL

Ein aktiver Markt für Wagniskapital vervollständigt den Kapitalmarkt in seiner Fähigkeit, Unternehmensfinanzierung bereitzustellen. Wagnisfinanzierung steht nicht in Konkurrenz, sondern in einer natürlichen Arbeitsteilung zur Kreditfinanzierung der Banken. Wagnisfinanziers stellen Eigenkapital für risikoreiche Wachstumsunternehmen bereit, die zu betreuungs- und kontrollintensiv sind und daher für eine Kreditfinanzierung durch Banken alleine nicht in Frage kommen. Vielmehr bereitet die Wagnisfinanzierung das zukünftige Bankgeschäft vor. Die Schwierigkeiten im Zugang zu Kapital und der strategische Beratungsbedarf sind in der risikoreichen Anfangsphase am größten und lösen sich im Laufe einer erfolgreichen Unternehmensentwicklung immer weiter auf. Die Unternehmen bauen Risiken ab, professionalisieren sich und werden besser von außen überprüfbar, bilden mehr Eigenmittel und können zunehmend Sicherheiten für eine Kreditfinanzierung bereitstellen. Die teure Wagnisfinanzierung kann durch Kapitalmarktfinanzierung und Bankkredite abgelöst werden. Aus diesen Gründen werden Beteiligungsfonds von vornherein nur mit beschränkten Laufzeiten aufgelegt. Der Ausstieg erfolgt bei besonders erfolgreichen Beteiligungen im Zuge eines Börsengangs, womit die Gesellschaften am ehesten gute Preise für ihre Anteile erzielen. Eine liquide Börse für junge Technologieunternehmen begünstigt die Entwicklung einer aktiven Wagniskapitalbranche. Alternativ wird die Beteiligung an andere Unternehmen oder Investoren verkauft oder muss im schlechtesten Fall ganz abgeschrieben werden.

Mit der Veräußerung der Beteiligung und der Rückzahlung der Fondsmittel werden die knappen Managementkapazitäten frei, die in neue Fonds zur Finanzierung des nächsten Portfolios von Start-ups eingebracht werden, wo sie am dringendsten benötigt werden und die größte Wirkung in der strategischen Beratung und Unternehmenskontrolle erzielen. Nachdem die Finanzierungsprobleme mit zunehmender Lebensdauer abnehmen, ist es volkswirtschaftlich sinnvoll, dass die Managementkapazitäten der Wagnisfinanziers ständig von reiferen Firmen zu risikoreichen Start-ups in der Frühphase der Entwicklung umgelenkt werden. Mit dem Ausstieg der Beteiligungsgesellschaft erlangen die Unternehmer wieder ihre Unabhängigkeit und Kontrolle zurück. Die Unternehmensgründer können die starken Kontrollrechte und Eingriffsmöglichkeiten, die mit Wagnisfinanzierung verbunden sind, am ehesten akzeptieren, wenn der Ausstieg und die Wiedererlangung der Unabhängigkeit bereits zu Beginn absehbar sind. Die zeitlich begrenzte Finanzierungsdauer erleichtert die Finanzierung mit Wagniskapital.

Was braucht es, um mit wagnisfinanziertem Unternehmertum innovative Gründungen zu beschleunigen? Wie kann einem aktiven Markt für Wagniskapital, der in Österreich unterentwickelt und stark ausbaufähig ist, mehr Schubkraft gegeben werden? Punktuelle Maßnahmen zur Beseitigung von Marktbarrieren werden nicht genügen, vielmehr ist eine systemische Herangehensweise notwendig. Erstens kann sich der Markt nur entwickeln, wenn genügend Bedarf nach Wagniskapital durch technologieintensive Gründungen da ist. Das fängt in den Universitäten, Zentren der Grundlagenforschung und Fachhochschulen an, wo der Technologietransfer in die Privatwirtschaft neben der Zusammenarbeit mit etablierten Unternehmen die Forscher auch zur Unternehmensgründung ermutigen und durch Informations- und Beratungsangebote unterstützen sollte. Es gilt, bürokratische Hürden für Gründungen zu beseitigen und das Insolvenzrecht darin zu überprüfen, dass nach einer Insolvenz neben dem Gläubigerschutz auch ein Neustart möglich bleibt und nicht eine Stigmatisierung die weitere Karriere behindert. Dies ist umso wichtiger, nachdem bei technologieintensiven Start-ups das Scheitern mindestens ebenso oft vorkommt wie der Erfolg. Zweitens gilt es, steuerliche und regulatorische Hindernisse für Investitionen in Risiko- und Beteiligungskapital zu beseitigen. Dazu zählen steuerliche Maßnahmen wie die Verbesserung

des Verlustausgleichs und Verlustvortrags. Der Staat sollte sich an Erträgen und Verlusten gleichermaßen beteiligen, um Risikokapital nicht steuerlich zu diskriminieren. Die eigenkapitalintensive Wagnisfinanzierung würde sehr davon profitieren, wenn Eigenkapital durch Abzugsfähigkeit einer normalen Eigenkapitalrendite dem Fremdkapital steuerlich gleichgestellt würde.

Drittens würde der Zugang zu einer liquiden Börse für den Handel mit Beteiligungen den Börsengang erfolgreicher Start-ups und damit den profitablen Ausstieg der Finanzierungsgesellschaften erleichtern. Nicht von ungefähr weist die Schweiz mit ihren starken Börsen auch einen wesentlich höheren Anteil des Wagniskapitals am BIP auf. Gleichzeitig wird dieser günstige Zustand durch die kapitalgedeckte Alterssicherung befördert, weil die Pensionsfonds Assets im Umfang von etwa 120% des BIPs verwalten, damit zur Liquidität der Börse beitragen und zwecks Diversifizierung einen kleinen Teil ihres Vermögens auch in riskantes Wagniskapital investieren. Viertens wäre es wichtig, durch Netzbildung und günstige Bedingungen für Beteiligungsfonds erfahrene Unternehmer und Manager für die Wagnisfinanzierung zu gewinnen. Die unternehmerische Kompetenz und das technologische Knowhow der Finanzierungsgesellschaften ist eben auch ein wichtiger Faktor, damit die Wagnisfinanziers ihre wertsteigernden Wirkungen entfalten und den Unternehmen helfen können, ihr Potential auszuschöpfen. Fünftens können öffentliche Finanzierungsgesellschaften vorübergehend eine Lücke schließen, solange der private Markt unterentwickelt ist. Dabei ist eine klare, komplementäre Arbeitsteilung mit den privaten Gesellschaften sicherzustellen, damit die Aktivitäten sich gegenseitig befördern und nicht rivalisieren. Vor allem braucht es gleich lange Spieße im Wettbewerb, insbesondere gleiche Bedingungen für die Refinanzierung, damit die öffentlichen Gesellschaften nicht die Entwicklung der privaten Beteiligungsfonds behindern.

MIT WAGNISKAPITAL DAS WACHSTUM BEFEUERN

Die radikalsten und riskantesten Innovationen haben gleichzeitig die höchsten Erträge für die Volkswirtschaft. Angesichts des großen Ausfallsrisikos sind besonders viele Gründungen nötig, damit einige wenige durch anhaltende Innovation zu wirklich großen Unternehmen heranwachsen, indem sie mit Wagniskapital konsequent auf Wachstum getrimmt werden. Die jungen innovativen Start-ups sind die nächste Generation von multinationalen Konzernen. Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Wagnisfinanzierung liegt darin, höchst riskante, aber sehr rentable Investitionsprojekte zu finanzieren, die sonst mangels Finanzierung nicht zustande kämen, und den innovativen Wachstumsunternehmen zu helfen, ihr volles Potential für Beschäftigung und Einkommen auszuschöpfen. Indem eine aktive Wagnisfinanzierung den Unternehmen über die ersten kritischen Phasen hinweghilft, bereitet sie die Kreditfinanzierung in späteren Phasen vor. Wagniskapital komplementiert den Kapitalmarkt und stellt Beteiligungsfinanzierung bereit, wo Banken alleine die Kredite nicht geben können.

Das gesamtwirtschaftliche Wachstum wird nicht nur vom Niveau der Kapitalbildung, sondern auch von der Qualität des Kapitaleinsatzes getrieben. Knappe Investitionsmittel müssen von dort abgezogen werden, wo die Erträge gering und die Zukunftsaussichten schwach sind, und dorthin gelenkt werden, wo die Erträge hoch sind und die Unternehmen stark expandieren. Auch die Arbeitnehmer wollen dort beschäftigt sein, wo es aufwärts geht und Karriere möglich ist, und nicht dort, wo die Unternehmen mangels Qualitätsvorsprung einem harten Preiswettbewerb ausgesetzt sind, die Jobs unsicher sind und der Lohnspielraum sehr begrenzt bleibt. Wagniskapital finanziert innovative Wachstumsunternehmen und befeuert damit die Erneuerung der Wirtschaft und das gesamtwirtschaftliche Wachstum.

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. Informieren Sie sich auf www.wpz-fgn.com über unsere Aktivitäten und kontaktieren Sie uns unter office@wpz-fgn.com.

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