

# WPZ

**Wirtschaftspolitisches Zentrum**

Ein Kompetenzzentrum der FGN-HSG, Universität St. Gallen

## Mit einer bewährten Rechtsform zu mehr Risikokapital

---

**Christian KEUSCHNIGG**

Wirtschaftspolitisches Zentrum WPZ, Universität St. Gallen (FGN-HSG)

**Sascha SARDADVAR**

WPZ Research, Wien

1. Dezember 2021

**Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Finanzen**

**WPZ - Wirtschaftspolitisches Zentrum**  
Universität St. Gallen (FGN-HSG)  
Varnbuelstrasse 19, CH-9000 St. Gallen

WPZ - Wirtschaftspolitisches Zentrum  
Mariahilfer Straße 115/16, A-1060 Wien  
[www.wpz-fgn.com](http://www.wpz-fgn.com); [office@wpz-fgn.com](mailto:office@wpz-fgn.com)

# Mit einer bewährten Rechtsform zu mehr Risikokapital

## In Kürze:

*Der Mangel an Risikokapital bremst Investitionen und nachhaltiges Wachstum und beeinträchtigt die Krisenrobustheit der Unternehmen und die gesamtwirtschaftliche Stabilität. Neue und flexiblere Rechtsformen für die Beteiligungsfinanzierung können die Kapitalaufbringung der Beteiligungsgesellschaften erleichtern und dazu beitragen, den Mangel an Risiko- und Wagniskapital in Österreich zu überwinden.*

*Die Kurzstudie vergleicht die international üblichen Rechtsformen für die Beteiligungsfinanzierung und benennt die Anforderungen zur Erleichterung des Beteiligungsgeschäfts. Erstens hängt die Vorteilhaftigkeit einer Rechtsform wesentlich von der Attraktivität der damit verbundenen Besteuerung ab. Zweitens sind ein geringer bürokratischer Aufwand in der Errichtung einer Beteiligungsgesellschaft und eine hohe Flexibilität in der Beziehung zwischen Gesellschaft und (institutionellen) Kapitalgebern wichtig. Eine Voraussetzung für das Engagement institutioneller Investoren ist zudem, dass die Anteile leicht erworben und veräußert werden können. In führenden Ländern besteht die Möglichkeit, Wagniskapitalgesellschaften als Aktiengesellschaften zu etablieren, was die Attraktivität für Investoren aufgrund der Handelbarkeit der Anteile erhöht. Die Studie empfiehlt die Einführung einer neuen, flexiblen Rechtsform nach internationalem Best Practice, um die Beteiligungsfinanzierung in Österreich anzuschieben.*

## Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Finanzen<sup>1</sup>

## Inhalt

### Executive Summary

1. Wirtschaftspolitische Motivation .....	1
2. Wie groß ist der Mangel an Eigenkapital? .....	3
3. Bedeutung der Rechtsformen .....	9
4. Best Practice .....	15
5. Resümee .....	27
Literatur .....	29

---

<sup>1</sup> Wir danken dem BM für Finanzen für die Beauftragung der Studie und dem Begleitem für wertvolle Anregungen.

## Executive Summary

Der Mangel an Risikokapital behindert die Entwicklung innovativer KMU. Die COVID-19-Krise vernichtet Eigenkapital in großem Stil. Sowohl der Eigenkapitalschwund als auch die zusätzlichen Notkredite steigern die Verschuldung, mindern die Kreditfähigkeit der betroffenen Unternehmen und damit den Zugang zu Krediten. Eine Überschuldung, d.h., der Mangel an risikotragendem Eigenkapital, ist auch der häufigste Insolvenzgrund. Die zunehmende Verschuldung bremst Investitionen und nachhaltiges Wachstum und beeinträchtigt die Krisenrobustheit der Unternehmen und die gesamtwirtschaftliche Stabilität.

Nach der Covid-Krise haben Maßnahmen zur Stärkung der Eigenkapitalbasis höchste Priorität. Der größte Teil des Eigenkapitals entsteht aus einbehaltenen Gewinnen. Es dauert sehr lange, bis die Unternehmen das notwendige Eigenkapital selbst ansparen können. Junge Wachstumsunternehmen haben noch wenig Gewinne, aber großen Investitionsbedarf. Sie müssen schnell hochskalieren, wenn sie als erste auf dem Markt die größten Marktanteile besetzen wollen. Das Eigenkapital selbst anzusparen dauert viel zu lange und würde der schnelleren Konkurrenz die lukrativsten Marktanteile überlassen. Junge innovative Unternehmen brauchen neues Beteiligungskapital, d.h. Eigenkapital in großen Schüben, damit sie rasch wachsen können. Nach der Covid-Krise stellt sich das Problem nicht nur für innovative Start-ups, sondern für breite Teile der KMU-Landschaft. Die Krise hat schlagartig viel Eigenkapital verbrannt. Die beste Möglichkeit, die KMU-Finanzierung in großen Schüben zu stärken, ist mehr Beteiligungskapital. Indem die Beteiligungsfinanzierung für Investoren erleichtert und attraktiver wird, kann wesentlich schneller als über die Einbehaltung von Gewinnen die Liquidität und Tragbarkeit der Kredite erhöht und die Insolvenzgefahr reduziert werden.

Neue und flexiblere Rechtsformen für die Beteiligungsfinanzierung können einen wichtigen Grund für den Mangel an Risiko- und Wagniskapital in Österreich beseitigen, indem sie die Kapitalaufbringung der Beteiligungsgesellschaften erleichtern. So können diese sich an mehr Unternehmen beteiligen und Risikokapital bereitstellen. Gerade für die besonders innovativen, aber riskanten Start-ups ist eine Kreditfinanzierung mangels Sicherheiten kaum möglich und Wagniskapital oft die einzig mögliche Finanzierung. Eine Entschärfung dieses Finanzierungsengpasses würde somit die Wettbewerbsfähigkeit der KMU verbessern und die Produktivität der österreichischen Wirtschaft steigern. Wegen der hohen Betreuungsintensität in der Wagnisfinanzierung kommt es sehr auf lokale Kenntnisse und räumliche Nähe der Finanziers an. Daher ist wichtig, dass in Österreich mehr Risikokapital aus heimischen Gesellschaften verfügbar wird.

Die Kurzstudie vergleicht die international üblichen Rechtsformen für die Beteiligungsfinanzierung und benennt die Anforderungen an eine Rechtsform zur Erleichterung des Beteiligungsgeschäfts in Österreich. Erstens hängt die Attraktivität einer Rechtsform wesentlich von der Attraktivität der damit verbundenen Besteuerung ab. Die österreichische GmbH & Co. KG als einzig zurzeit verfügbare Rechtsform schneidet in internationalen Vergleichen schlecht ab. Zweitens sind ein geringer bürokratischer Aufwand in der Errichtung einer Beteiligungsgesellschaft und eine hohe Flexibilität in der Beziehung zwischen Gesellschaft und (institutionellen) Kapitalgebern wichtig. Die Rechtsform soll die flexible Finanzierung der Gesellschaften je nach zeitlicher Entwicklung der Investitionsmöglichkeiten sichern. Eine Voraussetzung für das Engagement institutioneller Investoren (Versicherungen, Pensionskassen, Banken etc.) ist zudem, dass die Anteile leicht erworben und veräußert werden können. Der internationale Vergleich zeigt, dass in führenden Ländern die Möglichkeit besteht, Wagniskapitalgesellschaften als Aktiengesellschaften zu etablieren, was die Attraktivität für Investoren aufgrund der Handelbarkeit der Anteile deutlich erhöht. Das Modell der GmbH & Co.

KG erfordert hingegen einen hohen juristischen und bürokratischen Aufwand, Anteile zu erwerben. Die Studie empfiehlt die Einführung einer neuen, flexiblen Rechtsform nach internationalem Best Practice, um die Beteiligungsfinanzierung in Österreich anzuschieben. Damit könnte die Regierung mit geringem Budgetaufwand die Leistungsfähigkeit des heimischen Kapitalmarkts wesentlich stärken.

Die Studie zeigt zudem, dass die steuerliche Diskriminierung des Eigenkapitals und andere steuerliche Nachteile des Risikokapitals die Beteiligungsfinanzierung hemmen. Maßnahmen wie z.B. die aktuell angedachte steuerliche Abzugsfähigkeit von kalkulatorischen Zinsen für Eigenkapital und damit die Gleichbehandlung mit Kreditzinsen stärken die Anreize der Unternehmen, mit Eigenkapital zu finanzieren. Solche Maßnahmen würden auch der Zurückhaltung vieler KMUs gegenüber Beteiligungskapital aus Angst vor Kontrollverlust etwas entgegenwirken und die Wirksamkeit neuer Rechtsformen zur Stimulierung der Beteiligungsfinanzierung verstärken.

# 1. Wirtschaftspolitische Motivation

Die COVID-19-Krise vernichtet Eigenkapital in großem Stil. Durch den Rückgang der Umsätze und der allgemeinen Unsicherheit schmelzen die Reserven, trotz aller öffentlichen Unterstützungen. Einer italienischen Studie zufolge (Carletti u.a., 2020) betreffen finanzielle Notlagen v.a. drei Typen von Unternehmen: KMU, überschuldete Unternehmen (mit hohem Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital) sowie Unternehmen der Branchen Verarbeitendes Gewerbe und Großhandel. Die Finanzierung über Risikokapital ist im Zuge der COVID-19-Krise zusätzlich erschwert, da die Risikokapital-Investitionen in Europa sensibel auf das makroökonomische Umfeld reagieren und daher krisenbedingt abnehmen (Kraemer-Eis u.a., 2020). Grundsätzlich können Unternehmen dem Verschleiß an Eigenkapital begegnen, indem sie (i) Kredite aufnehmen, (ii) über eine Kapitalmaßnahme den Bestand an Eigenkapital erhöhen oder (iii) neues Eigenkapital aus einbehaltenen Gewinnen bilden. Für junge, technologieintensive KMU mit riskantem Geschäftsmodell (Start-ups) sind alle drei Wege problembehaftet:

- Durch das Risiko ihres Geschäftsmodells – die Umsätze sind oft sehr gering oder noch gar nicht vorhanden – ist ihre Kreditwürdigkeit gering. Banken scheuen auch in wirtschaftlich guten Zeiten das Risiko, Start-ups zu finanzieren bzw. finanzieren Unternehmen mit negativem EBITDA<sup>2</sup> gar nicht. Springt der Staat als Kreditgeber ein, kann zwar die Finanzierungsbeschränkung gelindert werden; aber mit steigendem Schuldenstand steigt erst recht das Insolvenzrisiko. Die Attraktivität der Unternehmen für Kapitalgeber sinkt.
- Eine Kapitalerhöhung durch eine Kapitalmaßnahme ist für börsennotierte Unternehmen durch Ausgabe von Aktien vergleichsweise einfach durchzuführen, aber nicht für KMU und Start-ups, die von einem etwaigen Börsengang noch weit entfernt sind. Start-ups sind daher so gut wie immer risikokapitalfinanziert, insbesondere über Wagniskapital und Business Angels. Gerade hier mangelt es in Österreich jedoch am Angebot.
- Eigenkapital aus einbehaltenen Gewinnen zu bilden ist ein sehr langsamer Prozess, der durch die COVID-19-induzierten Probleme zusätzlich erschwert ist. Für die meisten Start-ups ist dieser Weg keine Option, da sie häufig noch keine Gewinne generieren, oft noch nicht einmal Umsatz aufweisen.

Auch im Normalzustand einer innovativen Wirtschaft gibt es die innovativen, jungen Wachstumsunternehmen, die vor dem gleichen Problem stehen, nämlich rasch mehr Eigenkapital zu mobilisieren, um mit weiteren Krediten einen Wachstumsschub zu ermöglichen. Die beste Möglichkeit, die Finanzierung von KMU in Österreich rasch und in großen Schüben zu verbessern, ist daher, ihnen den Zugang zu Beteiligungskapital zu ermöglichen, indem diese Form der Finanzierung für Investoren erleichtert und attraktiver wird. So kann wesentlich schneller als über die Einbehaltung von Gewinnen die Liquidität erhöht und die Insolvenzgefahr reduziert werden. Mit zunehmender Eigenkapitalausstattung erhöht sich die Kreditwürdigkeit der Unternehmen. Die Aussichten auf Investition und Wachstum verbessern sich.

Wie das zweite Kapitel detailliert ausführt, mangelt es in Österreich erstens allgemein an Eigenkapital und zweitens an externem Risikokapital, hier wiederum insbesondere an Wagniskapital.<sup>3</sup> Das dritte Kapitel diskutiert die Bedeutung der Rechtsform für die Beteiligungsfinanzierung und stellt die

---

<sup>2</sup> Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (engl. earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation)

<sup>3</sup> Mit Risikokapital sind im Folgenden alle Formen von Beteiligungsfinanzierung gemeint, die im Englischen als „risk capital“ bezeichnet werden. Diese inkludieren Wachstumskapital, Investitionen durch Business Angels sowie alle anderen Formen von Private Equity und Beteiligungskapital; Wagniskapital bezieht sich auf Investitionen durch speziell ausgerichtete Fonds in junge, forschungsintensive Unternehmen (engl. „venture capital“).

verschiedenen Rechtsformen von Beteiligungsgesellschaften innerhalb der EU dar. Das vierte geht der Frage nach einer „best practice“-Rechtsform nach, die in Österreich umgesetzt werden könnte. Das letzte Kapitel fasst die wichtigsten Ergebnisse zusammen und gibt einen Ausblick auf die volkswirtschaftlichen Auswirkungen, die von einer Reform der Rechtsform für die Beteiligungsfinanzierung in Österreich zu erwarten wären.

## 2. Wie groß ist der Mangel an Eigenkapital?

Das aktuelle Regierungsprogramm sieht ausdrücklich vor, privates Risikokapital zu mobilisieren (BKA 2020, S. 67). Ziel der Bundesregierung ist es, dass nicht börsenfähige Unternehmen und vor allem innovative KMU mit dem Potenzial, rasch zu wachsen, Zugang zur nötigen Finanzierung bekommen. Per Definition bedeutet eine Finanzierungsbeschränkung, dass rentable Investitionsprojekte vorhanden wären, aber keine Finanzierung erhalten und daher nicht umgesetzt werden können. In einem bankenbasierten System wie dem österreichischen ist das besonders problematisch, da das Geschäftsmodell eines Start-ups naturgemäß riskant ist. Zwar wachsen einige wenige Start-ups zu großen Unternehmen oder gar multinationalen Konzernen heran. Für Banken ist die Finanzierung von Start-ups (via Kredite) dennoch de facto ausgeschlossen: Der potenzielle Unternehmenserfolg ist schwierig einzuschätzen, das Risiko eines Kreditausfalls ist hoch. Doch sollte ein Start-up erfolgreich sein, so erhält die Bank nur die Kreditzinsen, da sie am Unternehmen selbst nicht beteiligt ist. Die Fonds finanzieren dagegen, indem sie mit dem Erwerb von Beteiligungsanteilen Eigenkapital geben. Mit diesen Anteilen können sie an den überdurchschnittlichen Profiten bzw. dem Wertzuwachs der erfolgreichen Unternehmen teilhaben und damit die Ausfälle im Portfolio kompensieren.

Als Eigenkapitalgeber kommen Banken grundsätzlich nicht infrage, da sie zur Übernahme des nicht besicherbaren Finanzierungsrisikos von Start-ups nicht bereit bzw. wegen der an sie selbst gestellten Eigenkapitalanforderungen („Basel II“) gar nicht erst nicht im Stande sind (Hahn 2018, S. 78). Verschärft wird diese grundsätzliche Problematik durch die seit der Finanzkrise strengeren Eigenkapitalvorschriften: Basel IV, geplant für 2023, sieht eine Reform der Risikobewertung vor. Vorgesehen ist demnach für Beteiligungen von Banken an Unternehmen ein Risikogewicht von 250 % statt bisher 100 %, was die nötigen Eigenkapitalpuffer der Banken um das 2,5fache erhöhen würde. Banken scheiden somit als Eigenkapitalgeber für Start-ups erst recht aus. Dies gilt vor allem, wenn das Beteiligungsgeschäft durch die Bank betrieben wird. Es wäre aber auch möglich, dass ein Finanzkonzern Beteiligungsgeschäfte und Bankgeschäfte in separaten juristischen Gesellschaften organisiert, und unter dem gemeinsamen Konzerndach koordiniert. Dann wäre nur der Bank-Teil des Konzerns reguliert.

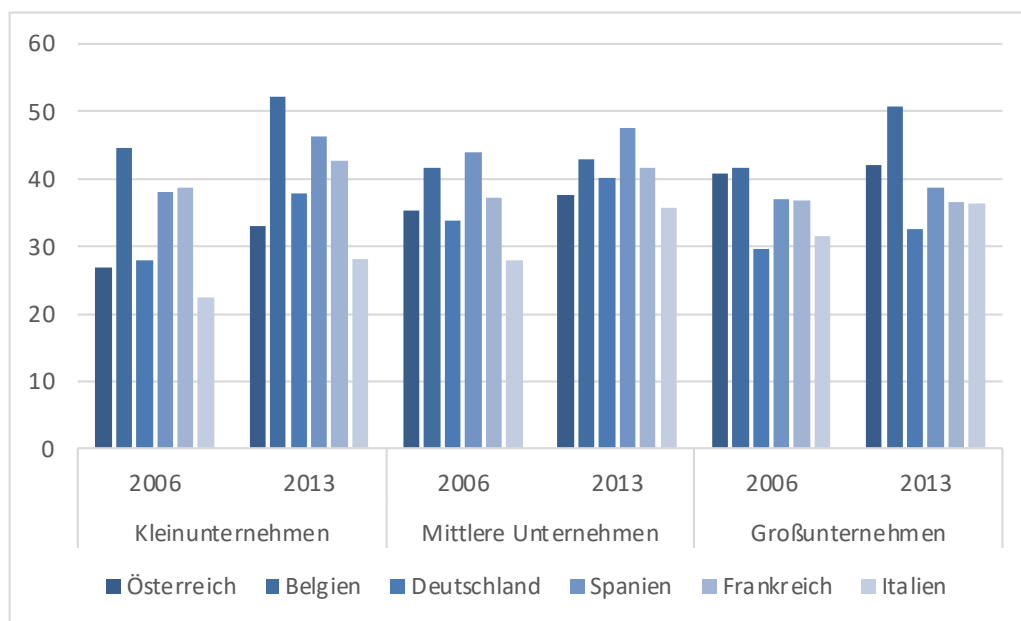
Problematisch ist, dass die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen in Österreich schon vor der Krise eher unterdurchschnittlich war. Der größte Teil des Eigenkapitals stammt von einbehaltenen Gewinnen und den Vermögen der Unternehmerfamilien. Den Rest finanzieren die Unternehmen überwiegend durch Bankkredite. Die Verfügbarkeit von Bankkrediten ist jedoch eher prozyklisch, was die Situation in der gegenwärtigen Krise noch einmal verschärft. Wenn in einer Krise Eigenkapital aufgezehrt wird, sinkt die Tragbarkeit der Kredite, was den Kreditzugang erschwert. Zwar hat sich die Eigenkapitalquote österreichischer Unternehmen seit den 2000er-Jahren deutlich erhöht. Für Kleinunternehmen des Verarbeitenden Gewerbes hat sich Demary u.a. (2016) zufolge nahm die Eigenkapitalquote 2006-2013 von 26,9 % auf 32,9 % zu, eine beachtliche Steigerung von mehr als einem Fünftel. Andererseits weisen die österreichischen Unternehmen im europäischen Vergleich immer noch recht niedrige Eigenkapitalquoten sowie ein relativ niedriges Wachstum auf, wie Abbildung 1 veranschaulicht.

Auch ein neues Arbeitspapier der OECD hebt den hohen Verschuldungsgrad (= Verhältnis von Schulden zu Eigenkapital) österreichischer Unternehmen hervor (Dlugosch u.a. 2020). Demnach weisen Österreichs Unternehmen den höchsten Verschuldungsgrad unter den OECD-Staaten auf, was die geringe Verfügbarkeit von Private Equity widerspiegelt (a.a.O., S. 16). Speziell bei KMU zeigt sich im internationalen Vergleich ein hoher Verschuldungsgrad. Zwar profitieren KMU in Österreich von vorteilhaften Bedingungen beim Zugang zu Krediten sowie einem relativ niedrigem Zinsaufschlag im Vergleich zu Großunternehmen. Problematisch ist jedoch, dass nach der empirischen Evidenz ein hoher Verschuldungsgrad das Wachstum hemmt (a.a.O., S. 20).

Einer jüngeren Studie der OeNB zufolge lag die Median-Eigenkapitalquote bei Kleinunternehmen des Verarbeitenden Gewerbes 2016 bei 34,8 %, <sup>4</sup> in der Informations- und Kommunikationsbranche sogar bei 39,3 % (vgl. Beer & Waschiczek, 2019). Start-ups (im Hochtechnologie-Segment) weisen demnach im Median eine Eigenkapitalquote von 38 % auf und sind in dieser Hinsicht wesentlich besser ausgestattet als andere junge Unternehmen, aber etwas schlechter als ältere wissensintensive Unternehmen (a.a.O.). Das liegt daran, dass ihr höheres Risiko mehr risikotragendes Eigenkapital erfordert. Allgemein sind die Eigenkapitalquoten bei Kleinstunternehmen sowie wissensintensiven Dienstleistungen am höchsten, was die Bedeutung von Eigenkapital für Start-ups bestätigt.

Von einer Marktstörung bis hin zu Marktversagen kann gesprochen werden, wenn die Marktmechanismen nicht dafür sorgen, dass potenziell profitable Projekte auch tatsächlich finanziert werden. Aus einer Reihe von Gründen liegen in Österreich offensichtliche Defizite insbesondere bei der Finanzierung junger, innovativer Unternehmen vor. Damit bleibt das Investitionsvolumen unter seinem Potential (d.h. unter dem wohlfahrtsmaximierenden Investitionsumfang). Potenzielle Investoren sind unter den derzeitigen Rahmenbedingungen nicht bereit, das Risiko der Finanzierung eines Start-ups zu tragen, selbst wenn der Erwartungswert positiv wäre. Andere Länder weisen im Vergleich zu Österreich ein wesentlich größeres Volumen an Risikokapital auf. Es ist davon auszugehen, dass die Rahmenbedingungen in Österreich ungünstig sind. Das soll er folgende Vergleich mit anderen Ländern verdeutlichen.

**Abbildung 1: Eigenkapitalanteile im Vergleich, Verarbeitendes Gewerbe**



Quelle: Demary u.a. (2016), Darstellung: WPZ Research.

Empirische Untersuchungen zur Risikokapitalfinanzierung zeigen auf, dass der Mangel an Risikokapital die größte Schwäche innerhalb des österreichischen Innovationssystems ist. Österreich hat sich hier, entgegen der in der FTI-Strategie 2011 formulierten Zielsetzung, nicht verbessert (vgl.

<sup>4</sup> Die zitierten Arbeiten sind methodisch unterschiedlich, weshalb darauf verzichtet wird, die Daten vergleichend zu interpretieren.

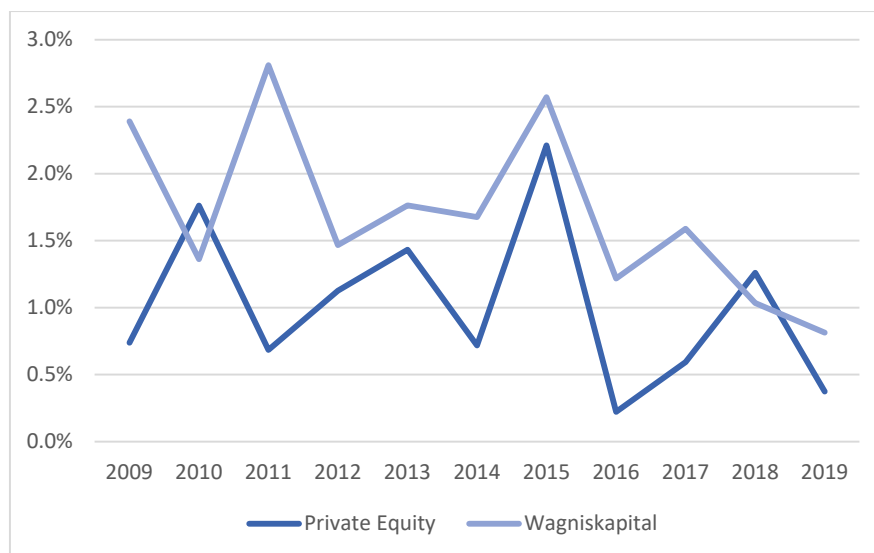


BKA u.a., 2011). Das Gegenteil ist der Fall: Erreichte Österreich 2009 im European Innovation Scoreboard (EIS) noch 42,8 % des EU-Werts, so lag der Wert 2019 nur bei 39,8 %.<sup>5</sup>

Noch schlechter stellt sich die Lage dar, wenn man nicht die Berechnungsmethode der EU-Kommission anwendet, sondern wie in Abbildung 2 Österreichs Anteile an allen Risikokapitalinvestitionen innerhalb der EU betrachtet. 2019 liegen die Anteile Österreichs deutlich unter jenen der EU, und sogar deutlich unter den Mittelwerten der Anteile 2009-2019 (Private Equity: 1,01 %, Wagniskapital: 1,70 %; zum Vergleich: Österreichs Anteil am BIP der EU28 lag im selben Zeitraum bei durchschnittlich 2,36 %<sup>6</sup>).

Aus den Schwankungen in Abbildung 2 lässt sich zwar statistisch ein Abwärtstrend ablesen ( $R^2 = 0,3481$ ). Dieser Trend sollte nicht überinterpretiert werden: Wie Keuschnigg & Sardadvar (2019) feststellen, ist das zwischenzeitliche relative Hoch während der ersten Hälfte der 2010er-Jahre v.a. darauf zurückzuführen, dass im Zuge der Finanzkrise die Wagniskapitalinvestitionen in den führenden Ländern deutlich zurückgegangen sind. In diesen Ländern sind die Volumina typischerweise prozyklisch, in Österreich eher nicht.

**Abbildung 2: Anteile österreichischer Unternehmen an Risikokapitalinvestitionen der EU28, 2009-2019**



Quelle: Invest Europe/EDC (Investitionsvolumina); Berechnung und Darstellung: WPZ Research

Neben dem konstant niedrigen Niveau deuten zwei weitere Besonderheiten auf Probleme der Beteiligungsfinanzierung und des Wagniskapitalmarkts in Österreich hin:

- In keinem anderen EU-Mitgliedstaat stammt im Verhältnis zur insgesamt investierten Summe so wenig Wagniskapital aus heimischen Fonds. Das Verhältnis des in Österreich investierten Volumens zum Volumen, das in Österreich ansässige Fonds in ganz Europa investieren, liegt im Mittel 2009-2019 bei Wagniskapital bei 51,71 %, <sup>7</sup> bei Private Equity sogar nur bei 36,37 %.

<sup>5</sup> Die angegebenen Daten beziehen sich auf normalisierte Werte der EU inkl. Großbritannien und Kroatien. Datenquellen sind die Datensätze zum EIS 2017 (für das Jahr 2009) und 2020 (für das Jahr 2019), zur Berechnung siehe Europäische Kommission (2020). Anmerkung: Im EIS wird Wachstumskapital (= Mittel, die in relativ reife Unternehmen investiert werden) zum Wagniskapital gezählt.

<sup>6</sup> Berechnet nach Eurostat.

<sup>7</sup> Die Zahl ist sogar noch niedriger, wenn man nicht das Verhältnis, sondern den Anteil berechnet: Österreichische Fonds investierten 2009-2018 durchschnittlich 84 % ihrer Volumina in österreichische Unternehmen, 61 % des in österreichische Unternehmen

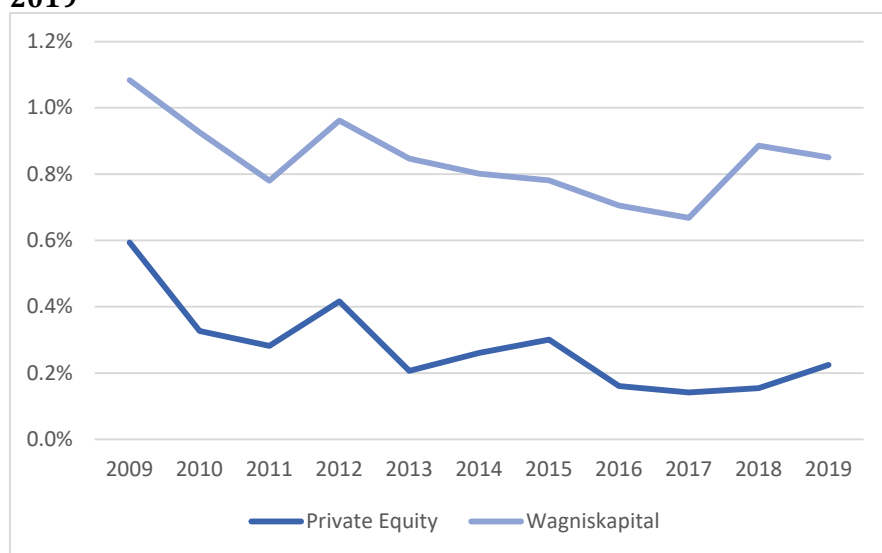
Dabei fällt auf, dass dieses Verhältnis in jenen Jahren höher liegt, in denen weniger in österreichische Unternehmen investiert wird (der Korrelationskoeffizient beträgt bei Wagniskapital -0,8478, bei Private Equity -0,8021).

- Wien dominiert als Investitionsziel: Bei Private Equity liegt Wiens Anteil der gesamten Volumina 2009-2019 bei 50,16 %, bei Wagniskapital sogar bei 65,05 %. Das übertrifft Wiens Anteil an der Wirtschaftsleistung (rund ein Viertel) bei Weitem. Manche Bundesländer liegen nur knapp über Werten von null. Selbst das recht große Niederösterreich erhielt 2009-2019 nur 5,96 % aller Private-Equity- und nur 1,92 % aller Wagniskapital-Investitionen.

Beide Spezifika sind für sich genommen nicht unbedingt nachteilig, beispielsweise profitieren Israels Start-ups von US-amerikanischen Wagniskapitalinvestitionen. Agglomerationseffekte sorgen typischerweise dafür, dass Hochtechnologie-Unternehmen von der Ansiedlung in bereits existierenden Clustern von externen Effekten profitieren (für eine kurze Diskussion siehe Sardadvar, 2020). Israel ist allerdings eine Ausnahme. Wagniskapital-Investitionen sind typischerweise regional beschränkt. Tatsächlich konzentrieren sich in Israel wie in den USA die technologieintensiven Start-ups auf relativ kleinem Raum (Tel Aviv bzw. Silicon Valley).

Abbildung 3 macht deutlich, wo das eigentliche Problem Österreichs liegt: Dargestellt werden die Volumina, die von österreichischen Fonds investiert werden. Damit der Anteil des Investitionsvolumens heimischer Fonds an den gesamten europäischen Investitionen so hoch wäre wie der Anteil des österreichischen BIPs am BIP der gesamten EU, müsste sich das investierte Kapital der Wagniskapitalfonds fast verdreifachen (Faktor 2,80), und jenes der Private Equity Fonds sogar mehr als verachtfachen (Faktor 8,48). **Um das Niveau der Beteiligungsfinanzierung im EU-Durchschnitt zu erreichen, müsste jährlich rund € 103 Mio. mehr Wagniskapital und rund € 1,080 Mrd mehr Private Equity (inkl. Wagniskapital) mobilisiert werden.**

**Abbildung 2: Anteile österreichischer Fonds an Risikokapitalinvestitionen der EU28, 2009-2019**



Quelle: Invest Europe/EDC (Investitionsvolumina); Berechnung und Darstellung: WPZ Research.

Diese Schätzungen sind insofern konservativ, als sie sich (i) auf die EU28 beziehen, die ihrerseits hinter den USA weit zurückliegt, und (ii) ausschließlich auf dokumentierte Investitionen beziehen.

---

investierten Wagniskapitals stammte im selben Zeitraum von ausländischen Fonds. Somit stammt nur rund 39 % des Wagniskapitals heimischer Unternehmen von heimischen Fonds. (Für 2019 liegen keine Daten vor.)

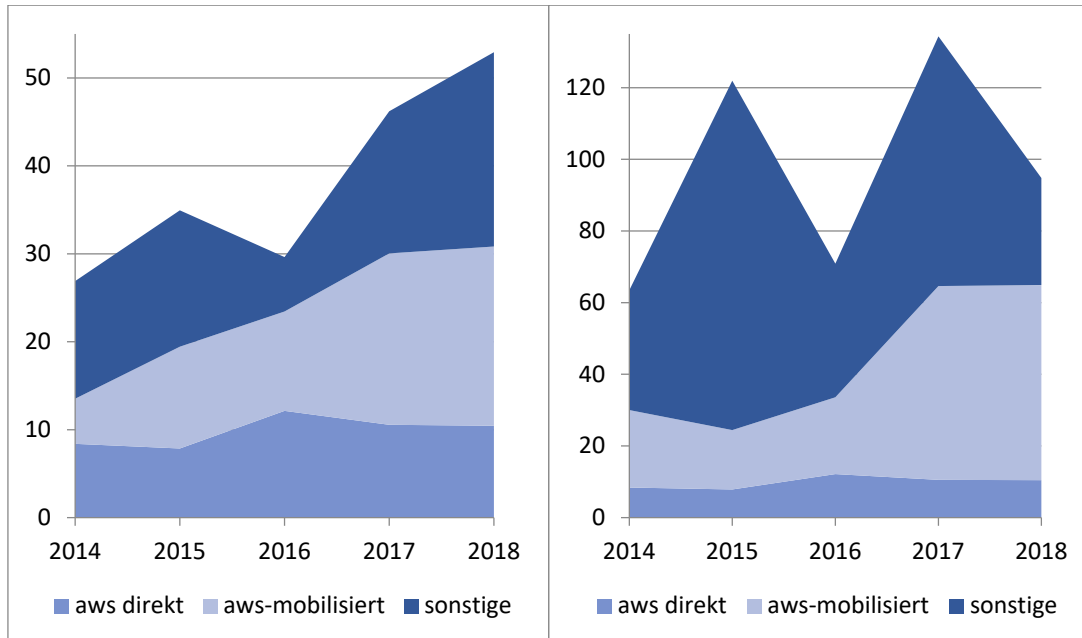
Das wahre Investitionsvolumen ist also – auch in Österreich – größer, da davon ausgegangen wird, dass nicht alle Investitionen erfasst werden. Von Invest Europe gibt es allerdings keine Schätzungen über die Größe der nicht erfassten Investitionen. Es kann daher nur festgehalten werden, dass der tatsächliche Bedarf noch größer ist.

Etwas besser sieht es bei Business Angels aus. Es ist zwar schwierig, diese international zu vergleichen (Mason, 2009), da die Investitionen definitionsgemäß privat durchgeführt werden und der Begriff Business Angel recht dehnbar ist. Sardadvar (2019) zeigt, dass das Volumen, das durch Business Angels 2017 (jenem Jahr, in dem die Risikokapitalprämie galt) allein über die aws mobilisiert wurde, gut 70 % des von Invest Europe dokumentierten Wagniskapitalvolumens erreichte (jeweils bezogen auf Investitionen durch Österreicher in österreichische Unternehmen). Man kann davon ausgehen, dass heimische Business Angels zumindest teilweise den Mangel an Wagniskapital kompensieren.

Abbildung 4 zeigt zwei Diagramme, die einen weiteren Aspekt hervorheben: An einem großen und tendenziell steigenden Anteil heimischer Investitionen ist die aws direkt oder indirekt beteiligt. Es ist sicherlich vorteilhaft, dass die aws vielen Start-ups die Möglichkeit zur Finanzierung bietet, ohne dass diese Kredite aufnehmen müssen. Es bedeutet aber auch, dass das durch inländische Fonds investierte Volumen ohne staatliche Unterstützung (via aws) noch einmal erheblich kleiner ausfällt, ja fast verschwindend gering ist. **Österreichische Fonds, die Wagniskapital in österreichische Unternehmen ohne staatliche Unterstützung oder Beteiligung durchführen, sind fast nicht existent** – 2016 betrug das dokumentierte Volumen gerade einmal € 6,5 Mio.

Dieser Zustand ist umso bedenklicher, als sich international nach dem COVID-19-Schock die Start-up-Finanzierung rasch erholt hat. Aber eine recht gute Finanzierung insgesamt, von der zurzeit international zu lesen ist (eher in den USA als in Europa), bedeutet gerade bei Wagniskapital nicht, dass dies für alle Branchen und Regionen gilt, da Wagniskapitalfonds häufig eng segmentiert sind – nach Regionen, Branchen, oder Unternehmensphasen. Das Potenzial in Österreich wird nicht ausgeschöpft, weil es vor allem an heimischer Beteiligungsfinanzierung mangelt, weniger an Risikokapital, das aus dem Ausland stammt.

**Abbildung 4: Risikokapitalinvestitionen in österreichische Unternehmen durch österreichische Investoren nach aws-Beteiligung, 2014-2018, in Mio. Euro, linke Grafik: Wagniskapital plus Business Angels, rechte Grafik: Private Equity plus Business Angels**



Anm.: „aws direkt“ umfasst Investitionen der aws in bestimmte Unternehmen; „aws-mobilisiert“ bezeichnet Investitionen Dritter, die über eines der aws-Programme laufen, aber nicht von der aws finanziert werden; „sonstige“ umfasst alle weiteren Investitionen.

Quelle: aws- und Invest Europe-Daten; Berechnungen Sardadvar (2019)

Alle Indikatoren zeigen somit an, dass das Risikokapital-Volumen in Österreich im Verhältnis zu potenziell attraktiven Finanzierungszielen sehr klein ist. Folglich sind die Rahmenbedingungen in Österreich für Risikokapital-Investitionen unattraktiv, anders ist nicht zu erklären, warum in vergleichbaren Ländern ein Vielfaches investiert wird. Die Rahmenbedingungen betreffen nicht nur die Rechtsform, sondern auch die Besteuerung. Wie Keuschnigg & Sardadvar (2019, S. 63) betonen, besteht eine steuerliche Diskriminierung von Risikokapital. Das Regierungsprogramm sieht Reformen in beiden Bereichen vor, hinsichtlich der Rechtsform (BKA 2020, S. 68) eine Gesellschaftsform mit variablem Kapital, hinsichtlich der Besteuerung eine Verlustverrechnung über mehrere Jahre (statt demselben Jahr) (a.a.O., S 67). Im Sinne der Ziele der Bundesregierung wäre es sicherlich ein Fortschritt, Eigenkapital gegenüber Fremdkapital steuerlich nicht länger zu diskriminieren.

### 3. Bedeutung der Rechtsformen

Wie könnte das private Risikokapital-Volumen erhöht werden und welche Bedeutung hat dabei die Rechtsform? Dazu muss man sich zunächst ansehen, wie eine Beteiligungsgesellschaft aufgebaut ist. Die international übliche Rechtsform von Wagniskapital- und Private-Equity-Fonds ist jene einer Limited Partnership, die mit der im deutschsprachigen Raum möglichen Kommanditgesellschaft vergleichbar ist. Eine solche Konstruktion dient der Einsparung von Transaktionskosten, indem die Wagniskapitalgesellschaft als Intermediär Kapital bei verschiedenen institutionellen Anlegern (Banken, Versicherungen, Pensionsfonds etc.) und privaten Anlegern einwirbt. Diese Investoren können sich so über einen eigens dafür gegründeten Fonds an Unternehmen beteiligen, ohne an der Auswahl und der Verwaltung beteiligt zu sein. Auf diese Weise wird durch Gesellschaft und Fonds gemeinsam den kapitalsuchenden, nicht börsenreifen und häufig kreditbeschränkten Unternehmen Eigenkapital zur Verfügung gestellt.

Diese Konstellation birgt potenzielle Zielkonflikte, in denen die Wagniskapitalgesellschaft im Mittelpunkt steht: Einerseits muss sichergestellt werden, dass das Geld des Fonds im Sinne der Investoren (und nicht der Manager) verwendet wird. Andererseits muss sie selbst sicherstellen, dass die Unternehmen wachstums- und/oder gewinnmaximierend agieren und so die Beteiligungsrendite steigern.<sup>8</sup> Um kontrollierenden Einfluss zu nehmen, fordern die Wagniskapitalgesellschaften zumeist erhebliche Kontroll- und Mitspracherechte, welche über ihren eingebrachten Kapitalanteil hinausgehen.

Eine Limited Partnership besteht grundsätzlich aus (vgl. Da Rin u.a. 2013):

- Einem General Partner, der als Geschäftsführer handelt und üblicherweise mit der Wagniskapitalfirma (engl. „VC firm“ oder einfach nur „VC“) gleichgesetzt wird. Dabei handelt es sich um eine separate Gesellschaft, die das Beteiligungsmanagement durchführt, und die mit dem Limited Partner einen entsprechenden Vertrag hat. Typischerweise besteht ein Fonds zehn Jahre lang. Die Aufgaben des General Partners bestehen in der Auswahl der Portfolio-Unternehmen, sowie darin, diese zu beraten und zu kontrollieren, und die Portfolio-Unternehmen schließlich möglichst profitabel zu veräußern (Exit). Der General Partner wird über die Fondsgebühren sowie einer Profitbeteiligung (übertragener Zins) finanziert. Der General Partner haftet unbeschränkt.<sup>9</sup>
- Einem (oder mehreren) Limited Partner(s), dem Fonds, der als Investor fungiert. Die beteiligten Investoren sind entweder institutionelle Investoren (Pensionsfonds, Stiftungen, Banken, Versicherungen, staatliche Vehikel wie die AWS etc.) oder wohlhabende Privatpersonen. Abzüglich der Fondsgebühren und der Profitbeteiligung des General Partners fließen die Profite dem Limited Partner zu. Die Geschäftsführer der General Partner können sich (über den General Partner als Gesellschaft) auch am Fonds beteiligen. Mitunter nehmen (nicht-finanzielle) Unternehmen oder Banken die Rolle des Limited Partners ein. Der Limited Partner haftet beschränkt.

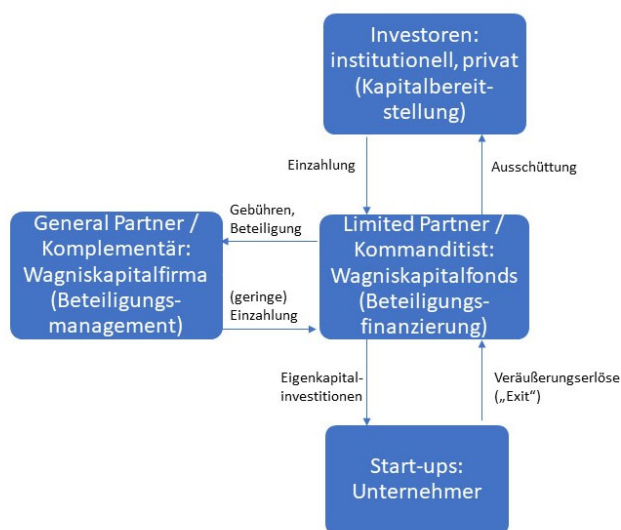
---

<sup>8</sup> Die finanzierten Unternehmen haben viele Möglichkeiten, nicht das vom Investor gewünschte Verhalten zu zeigen, wobei gerade die Finanzierung durch Eigen- (statt Fremd-)Kapital die Ursache ist. Neben nicht gewinnmaximierenden Investitionen wie (für den Betriebserfolg nicht erforderliche) Dienstwagen oder Assistenten ist es v.a. die vergleichsweise komfortable Lage, in die das Eigenkapital das Unternehmen bringt: Es kann zumindest mittelfristig mehr Risiko eingehen, da keine unmittelbare Insolvenz durch Kreditrückzahlungsforderungen droht.

<sup>9</sup> In der wissenschaftlichen Literatur findet sich durchgehend das Argument, dass der General Partner unbeschränkt hafte. Allerdings kann der Partner auch eine „corporation“ sein, was Kloka (2015, S. 112f.) zufolge in den USA seit 1976 auch möglich ist. Einem Experteninterview zufolge ist dies in den USA sogar eher die Regel.

Diese übliche Form entspricht in Österreich einer Kommanditgesellschaft (bzw. GmbH & Co. KG als Sonderform einer Kommanditgesellschaft (KG), mit einer juristischen Person – der GmbH – als Komplementär), d.h. einer Gesellschaft, in der sich zwei oder mehr natürliche oder juristische Personen unter einer gemeinsamen Firma zusammenschließen. Der Komplementär entspricht dem General Partner und haftet unbeschränkt, bzw. als GmbH in der Höhe der Einlage. Der Kommanditist entspricht dem Limited Partner und haftet nur bis zu einem bestimmten Betrag, nämlich der Kommandit- oder Haftenlage. Analog zum General Partner kann sich die Komplementär-GmbH an der Kommanditgesellschaft beteiligen. Abbildung 5 illustriert die Zusammenhänge.

**Abbildung 5: Modell der Wagniskapital-Beziehungen**



Quelle: modifiziert nach Da Rin u.a. (2013)

**Die GmbH & Co. KG entspricht somit der Limited Partnership und wird von Caselli & Negri (2018, S. 106) im Falle Deutschlands auch ohne Umschweife so interpretiert** (Österreich wird nicht erwähnt), bzw. wörtlich als „limited partnership“ übersetzt (a.a.O., S. 142). Der wesentliche rechtliche Unterschied zwischen den angelsächsischen (USA und Großbritannien) und den kontinentaleuropäischen Modellen (EU exkl. Inseln) liegt darin, dass die EU Private Equity als Finanzdienstleistung betrachtet und als solche von den zuständigen Behörden beaufsichtigen lässt. Das soll Private-Equity-Investitionen sicherer, stabiler und leichter kontrollierbar machen, allerdings um den Preis höherer Kosten und gewisser Einschränkungen (vgl. Caselli & Negri, 2018). Die EU-Bankenregulierung nach Basel III stuft Private Equity und Wagniskapital als hochriskant ein und verlangt von Banken und Investmentfirmen, die unter Basel III fallen, umfangreiche Kapitalreserven für den Verlustfall (a.a.O.).

Das bedeutet nicht, dass die aufsichtsrechtliche Regulierung im angelsächsischen Raum nachlässiger wäre. Im Gegenteil, dem Vernehmen nach haben die USA die stärkste aufsichtsrechtliche Regulierung der Welt. Das Beteiligungsmanagement unterliegt strenger Beaufsichtigung und Beschränkungen durch die Security Exchange Commission, eine rechtliche Tradition, die auf die Roosevelt-Ära nach dem Börsenkrach 1929 zurückgeht und die auch zur Trennung von Investment- und Kommerzbanken führt (Kommerzbanken dürfen keine Eigenkapitalinvestitionen durchführen).

In den USA sind die meisten Konstrukte zur Durchführung von Wagniskapitalinvestitionen dergestalt, dass es eine Fondsgesellschaft gibt, die die Vermögensgegenstände besitzt, eine Managementgesellschaft, und als Bindeglied zwischen diesen ein Vertragswerk („asset management

agreement“), nach der die Anlage verwaltet wird („subscription agreement“). Kloka (2015, S. 100) hebt neben steuerlichen Vorteilen zwei Gründe hervor, weshalb die Form der Limited Partnership sich in den USA und Großbritannien als bei weitem beliebteste Form für Wagniskapitalfirmen durchgesetzt hat:

- Erstens erlaubt diese Rechtsform ein besonderes Maß an Dispositionsfreiheit und Flexibilität bei der individuellen Gestaltung der Gesellschaftsverträge und einer damit verbundenen Möglichkeit zur Reduzierung von Transaktions- und Agency-Kosten, da gesetzliche Regelungen durch individual-vertragliche Lösungen ersetzt oder abbedungen werden können.
- Zweitens spielt das Haftungsprivileg des beschränkt haftenden Gesellschafters (Limited Partner) eine zentrale Rolle für die Attraktivität der Limited Partnership für potenzielle Investoren.

Der erste Grund bezieht sich auf potenzielle Interessenkonflikte, die sich aus den unterschiedlichen Funktionen der beteiligten Parteien ergeben. Diese resultieren daraus, dass die Limited Partnership in gewisser Weise Eigentümer ohne unternehmerische Funktion (Limited Partner, Kommanditist) mit Unternehmern bzw. Managern ohne Eigentum (General Partner, Komplementär) zusammenbringt (abgesehen von der Beteiligung des General Partner am Limited Partner).

Eine sog. Prinzipal-Agenten-Beziehung ist insofern gegeben, als der Limited Partner (als Prinzipal) den General Partner (als Agenten) (durch den Vertrag) beauftragt, Investitionsentscheidungen (Auswahl und Beteiligungen in Portfoliounternehmen) zu treffen, und diesem einen gewissen Entscheidungsspielraum gewährt. Für den Prinzipal verursacht die Kontrolle des Agenten Kosten, für den Agenten verursachen die Einschränkungen in der Entscheidungsfreiheit Kosten. Mit anderen Worten, indem die Beteiligungsfinanzierung und das Beteiligungsmanagement von verschiedenen Personen durchgeführt werden, entsteht das Problem unterschiedlicher Interessen. Plastisch formuliert: Die Beteiligungsfinanzierung will möglichst viel Ertrag, das Beteiligungsmanagement hat aber auch andere Interessen an gewissen Annehmlichkeiten wie Dienstwagen, großzügigen Büros, kurzen Arbeitszeiten oder weniger Stress etc.; außerdem ist die Kompetenz der Beteiligungsmanager nur eingeschränkt nachvollziehbar.

Diese sog. Agency-Kosten entstehen kurz gesagt dadurch, dass die Eigentümer des Kapitals über die Motivation und die folgenden Handlungen der Verwalter bzw. Manager des Kapitals nicht vollständig informiert sein können. Je niedriger die Erfolgsbeteiligung des Managers an der schlussendlichen Auszahlung des Fonds ist, umso größer ist sein Anreiz, am unternehmerischen Effort einzusparen oder betriebliche Aufwendungen zum eigenen Nutzen zu tätigen (statt die Auszahlung an die Eigentümer zu maximieren). Insbesondere reduziert sich die Motivation, Informationskosten aufzubringen, um nach besonders profitablen Investitionszielen zu suchen. Mit anderen Worten bestehen für das Management Anreize, Ausgaben zum persönlichen Vorteil zu tätigen und Anstrengungen zu reduzieren, wodurch verstärkt hohe Aufwendungen für eine Beaufsichtigung notwendig werden (vgl. Kloka 2015, S. 34). **Eine der wichtigsten Funktionen eines Beteiligungsfonds-Gesetzes ist daher, einen Investitionsschutz bereitzustellen, der gewährleisten soll, dass sich die Beteiligungsmanager im Interesse der Investoren verhalten.**

Die Anreizproblematik (Prinzipal-Agenten-Problem) wird bei Wagniskapitalgesellschaften noch verschärft, als diese nicht nur die Rolle des Agenten (gegenüber den Kapitalgebern), sondern auch des Prinzipals (gegenüber den Kapital suchenden Portfolio-Unternehmen) einnehmen: Gegenüber den Investoren besteht die Verpflichtung, das zur Verfügung gestellte Geld zweckgebunden und profitabel zu verwenden, die erwartete Rendite sicherzustellen und hierüber Informationen zur Verfügung zu stellen. Gegenüber den jungen Unternehmen besteht die Aufgabe, Eigenkapital bereit zu stellen und die möglichst profitable Verwendung sicherzustellen (Kloka 2015, S. 36). In der Rolle des Agenten hat die Wagniskapitalgesellschaft die Aufgabe, das Portfoliounternehmen zu beraten und

zu kontrollieren. Dabei kann ein neues Problem entstehen, dass die Unternehmen vor externer Beteiligungsfinanzierung zurückschrecken, weil sie die Qualität der Beratung oft nicht beurteilen können und/oder nur ungern Kontrollrechte und damit unternehmerische Freiheiten abgeben wollen. Die Reduzierung von Informationsnachteilen ist für das Geschäft kritisch. Unvollständige Informationen stellen Investitionsbarrieren, weil sich die betroffenen Parteien mangels Information und hoher Unsicherheit oft sogar ganz aus dem Geschäft zurückziehen.

**Aus diesen vielschichtigen Beziehungen und den damit verbundenen Problemen wird deutlich, dass der Vertragsgestaltung große Bedeutung zukommt, um ein (i) angemessenes Risikoverhalten zu gewährleisten und (ii) Informationsnachteile zu überwinden.**

Warum sich die Limited Partnership als ideale Rechtsform durchgesetzt hat, ist v.a. darauf zurückzuführen, dass durch sie die Prinzipal-Agenten-Probleme am besten gelöst werden können. Dazu ist nötig, dass die Beziehung zwischen Beteiligungsmanagement und Beteiligungsfinanzierung flexibel, d.h. mit großer Vertragsfreiheit, gestaltet werden kann. Nur so können jene Anreizstrukturen etabliert werden, die die Interessen der Investoren so weit berücksichtigen, dass diese auch tatsächlich zu investieren bereit sind. Die wichtigste Stärke einer Limited Partnership ist, dass sie den Investoren ermöglicht, sich an riskanten Geschäftsmodellen (der Start-ups) zu beteiligen, ohne persönlich haften zu müssen. Das gilt insbesondere bei Managementfehlern. Ein Nachteil ist, dass die Möglichkeit des Totalausfalls die Kosten einer Kapitalaufnahme erhöht. Ebenso entstehen vor einer Beteiligung Kosten, da die Qualität und Vertrauenswürdigkeit des Managements geprüft und eingeschätzt werden müssen. Aus Sicht der Investoren ist die Limited Partnership somit ein Kompromiss aus Teilhabe am Geschäftserfolg unter Aufgabe der Kontrollmöglichkeit, aber eben auch ohne Notwendigkeit eines spezialisierten Knowhows im Beteiligungsmanagement.

Kloka (2015, S. 162ff) hebt drei weitere Vorteile hervor:

- **Risikoverringerung:** Die Investoren können sich somit auf die Kapitalbereitstellung spezialisieren, ohne ein übermäßiges Risiko eingehen zu müssen. Stattdessen greifen sie auf das Know-how erfahrener und spezialisierter Manager zu.
- **Markteffizienz:** Der Marktpreis für die Anteile einer Limited Partnership ist der tatsächliche Unternehmenswert, da hohe Transaktionskosten entfallen, die mit der Bewertung der Risiken einer persönlichen Haftung einhergehen.
- **Sicherheit der Managementposition:** Die persönliche Haftung führt dazu, dass die Manager recht sicher vor Entlassung sind. Anders als in Kapitalgesellschaften unterliegt die Aus- oder Wiederwahl der Geschäftsführung nicht der Entscheidungsgewalt der Anteilseigner. Hinzu kommt, dass sich der General Partner am Fonds beteiligen kann (vgl. Abb. 5) und so zugleich zum Eigentümer wird. Die Sicherheit motiviert das Management, sein Know-how für die Dauer des Fonds und mögliche Folgefonds zur Verfügung zu stellen.

Allerdings kann (zumindest in den USA) der General Partner auch eine juristische Person sein („corporate general partner“). Die Anreizstruktur des Managements ändert sich nicht grundlegend, es haftet nur bis zur Höhe seiner Beteiligung an der juristischen Person. Das erhöht die Risikobereitschaft des Managements, was als Vorteil oder Nachteil gesehen werden kann und die Gefahr opportunistischen Verhaltens birgt. Die Flexibilität wird jedoch noch erhöht, da die General Partners trotz ihrer nahezu uneingeschränkten Geschäftsleitungsmacht nur einen Bruchteil des Kapitals aufbringen.

Ebenfalls als Vorteil oder Nachteil kann gesehen werden, dass eine Limited Partnership nicht derselben Unternehmenskontrolle durch den Markt wie eine Aktiengesellschaft unterliegt. Anteile von Aktiengesellschaften können frei gehandelt werden und mit ihnen auch die Kontrolle über das jeweilige Unternehmen. Anteilseigner von Limited Partnerships hingegen können ohne Zustimmung ausschließlich Gesellschaftsanteile ohne die gleichzeitige Übertragung von Kontrollrechten



veräußern. Eine Limited Partnership ist somit von Einflüssen des Kapitalmarkts abgeschirmt, was die Gesellschafter vor dem Erwerb von Kontrolleinflüssen durch Dritte am Kapitalmarkt schützt.

Zuletzt sei noch auf die **besondere Bedeutung des Exits** hingewiesen, da es schließlich das Ziel einer Wagniskapitalgesellschaft ist, die investierten Unternehmen mit Gewinn zu veräußern. Es genügt also nicht, lediglich die Rahmenbedingungen für die Gründung einer Wagniskapitalgesellschaft wettbewerbsfähig auszugestalten. Auch ihre Auflösung muss zum Vorteil der Beteiligten gestaltet werden können. Ein Nachteil Österreichs ist sicherlich, dass Börsengänge relativ selten sind, erst recht für junge Unternehmen. Also ist die Übernahme der Portfolio-Unternehmen durch etablierte Unternehmen aus derselben oder verwandten Branchen die übliche Praxis. Für die Wagniskapitalgesellschaft entsteht dadurch das Problem, dass die transparente Preissetzung via Börse entfällt. Die Interessenten verfügen eventuell über einen Informationsvorteil hinsichtlich des Werts des Unternehmens, erst recht, wenn es nur wenige potenzielle Käufer gibt.

Caselli & Negri (2018, S. 215) definieren zwei Aspekte als die wichtigsten eines erfolgreichen Exits: Den Exit-Kanal (Börse oder Übernahme bzw. Verschmelzung mit anderem Unternehmen) und das Timing. Hinsichtlich der rechtlichen Form kommt es v.a. auf die gemachten Vereinbarungen an, d.h. inwieweit der Gesellschaftsvertrag eine konkrete Exit-Strategie vorsieht. Es werden Vereinbarungen bevorzugt, die den Parteien die Möglichkeit geben, ihre Verhandlungsmacht zu erhöhen, wenn der Zeitpunkt des Exits naht. Es ist davon auszugehen, dass die Flexibilität im angelsächsischen Recht ein entsprechend attraktives Vertragswerk ermöglicht und damit das Beteiligungsgeschäft erleichtert.

Auch abseits der Preisfindung ist der Exit relevant. Die auf Profite anfallenden Steuern, oder im Falle eines Verlusts möglichen Steuernachlässe, entscheiden über die Attraktivität des Standorts mit. Von Vorteil für die Wagniskapitalgesellschaft wie für den Staat ist u.U. eine steuerliche Begünstigung reinvestierter Gewinne. Ein wesentlicher Nachteil des österreichischen Körperschaftsteuerrechts gegenüber dem Recht anderer Staaten ist, dass in Österreich Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften (mit Ausnahme von sog. internationalen Schachtelbeteiligungen) voll steuerpflichtig sind. Hingegen befreien viele andere Jurisdiktionen derartige Veräußerungsgewinne bei Kapitalgesellschaften als Investoren ganz oder zumindest überwiegend von der Körperschaftsteuer.

Ein Nachteil der Limited Partnership und GmbH & Co. KG ist, dass diese Rechtsform grundsätzlich nur für geschlossene Fonds verwendet werden kann, die eine feststehende Kapitalsumme einwerben; sobald diese erreicht ist, werden keine Anteile mehr ausgegeben.<sup>10</sup> Dabei ist der als GmbH auftretende Fonds-Initiator Komplementär, während die Fonds-Anleger als Kommanditisten fungieren. Die Stellung als Kommanditist unterscheidet sich daher von dem Anteil an einem Sondervermögen bei offenen Fonds. Anteile am Fonds können nur zu Beginn erworben werden. Es ist schwierig, diese später zu erwerben bzw. zu veräußern. In Österreich ist grundsätzlich die Zustimmung aller anderen Gesellschafter erforderlich, sofern im Gesellschaftsvertrag nichts anderes

---

<sup>10</sup> Bei offenen Fonds handelt es sich – vereinfacht gesagt – um unendlich große Töpfe, in die in unbegrenzter Höhe Anlagegelder hineinfließen können. Für die zufließenden Mittel darf die Investmentgesellschaft beliebig viele Fondsanteile ausgeben. Auf der anderen Seite ist sie aber auch dazu verpflichtet, diese jederzeit zum Rücknahmepreis wieder zurückzunehmen. Für die Investoren stellen offene Fonds damit eine sehr flexible Anlagemöglichkeit dar, die ihnen den täglichen Zugriff auf das eingesetzte Kapital ermöglicht.

Das ist bei geschlossenen Fonds anders. Sie können nur in begrenztem Umfang Anlagegelder aufnehmen. Sie müssen dafür eine vorher festgelegte Anzahl von Anteilen ausgeben. Ist das geplante Volumen erreicht, wird der Fonds geschlossen und die Ausgabe der Anteile eingestellt. Ein Anspruch auf Rückgabe der Anteile besteht bis zum Ende der Laufzeit nicht. Sie können lediglich an Dritte weitergegeben oder gegebenenfalls über die Börse verkauft werden.

Dies vorausgeschickt, ist ein geschlossener Fonds in der Regel in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG konzipiert. Der Anleger beteiligt sich mit einem festen Betrag (Kommanditeinlage) an der Gesellschaft. Er bindet sich über die Laufzeit der Beteiligung. Die Anteile können nicht an der Börse gehandelt bzw. an den Initiator zurückgegeben werden. Deshalb kann die Rechtsform der GmbH & Co. KG praktisch nur für einen geschlossenen Fonds verwendet werden.

bestimmt ist.<sup>11</sup> Überdies sind Notare und Rechtsanwälte miteinzubeziehen, die Transaktionskosten sind also recht hoch. Die gehandelten Anteile sind nicht depotfähig, was es institutionellen Anlegern schwierig bis unmöglich macht, sie zu erwerben. Insbesondere ausländische institutionelle Investoren verlieren das Interesse an einer Beteiligung, wenn der bürokratische Aufwand einer Beteiligung zu groß erscheint.

---

<sup>11</sup> Nach dem gesetzlichen Grundkonzept (siehe § 124 Abs 1 UGB) kann ein KG-Gesellschafter nicht ohne Zustimmung der anderen Gesellschafter über seinen Gesellschaftsanteil verfügen, sofern im Gesellschaftsvertrag nichts anderes bestimmt ist. Der Gesellschaftsvertrag kann jedoch die Übertragung der Anteile ausdrücklich gestatten.

Die Mitgesellschafter sind damit grundsätzlich nicht zur Zustimmung verpflichtet. Eine Ersetzung der Zustimmung durch das Gericht wie im Kapitalgesellschaftsrecht ist weder gesetzlich vorgesehen noch ist § 77 GmbHG analog anwendbar. Eine Besonderheit bei der Publikums-KG ist nach der herrschenden Meinung, dass die Gesellschafter zur Zustimmung verpflichtet sind; teilweise wird auch die analoge Anwendung von § 77 GmbHG bejaht.

Jeder Gesellschafterwechsel ist zum Firmenbuch anzumelden. Der bisherige Gesellschafter ist zu löschen und der Erwerber als neuer Gesellschafter einzutragen. Obwohl die Eintragung nur deklarativ wirkt, sind sämtliche Gesellschafter (einschließlich des Ausgeschiedenen) anmeldepflichtig. Auch das kann – auch weil wohl Berater einbezogen werden müssen – den Verwaltungs- und Kostenaufwand erhöhen.

Bei Publikumsgesellschaften wird die Vielzahl der Kommanditisten häufig durch einen Treuhandkommanditisten repräsentiert. In einem solchen Fall käme es dann nicht zu einem Wechsel auf KG-Ebene. Wohl bedarf es aber einer Anpassung bzw. Ergänzung des Treuhandvertrages.

## 4. Best Practice

Die in Deutschland und Österreich übliche Form der GmbH & Co. KG also solche ist nicht zwangsläufig die Ursache des niedrigen Wagniskapitalvolumens. Es ist vielmehr eine Kombination aus drei Faktoren:

- Erstens, die Besteuerung macht Beteiligungen unattraktiv. Zurzeit wird Risikokapital steuerlich benachteiligt, bspw. indem Eigenkapital gegenüber Fremdkapital nicht steuerabzugsfähig ist (vgl. Keuschnigg & Kogler, 2018, Keuschnigg & Sardadvar, 2019).
- Zweitens, Beteiligungen sind nur unter hohem bürokratischem Aufwand erwerb- und veräußerbar, was eine Beteiligung für institutionelle Investoren, insbesondere ausländische, unattraktiv macht.
- Drittens entspricht die Marktinfrastruktur nicht internationalen Standards, indem es mit der GmbH & Co. KG nur einzige Option für Risikokapitalinvestitionen gibt, die zudem geschlossene Fonds favorisiert. Zusätzliche Rechtsformen für Risikokapital könnten die Marktinfrastruktur vervollständigen.

Der derzeitige Mangel an Alternativen führt dazu, dass potenzielle Investoren, die bspw. nur an depotfähigen Anteilen interessiert sind, nicht investieren werden. In Deutschland wurden bereits in den 2010er-Jahren die rechtlichen Rahmenbedingungen für Investmentaktiengesellschaften reformiert, um die Errichtung mit veränderlichem Kapital zu ermöglichen. Diese wurden nach der Luxemburger SICAV (fr. „société d’investissement à capital variable“) gestaltet. Bei dieser Rechtsform können innerhalb eines satzungsmäßig festgelegten Mindest- und Höchstkapitals Anteile ausgegeben und zurückgenommen werden, ohne dass Satzungsänderungen nötig beziehungsweise die rigiden aktienrechtlichen Beschränkungen des Erwerbs eigener Aktien zu beachten wären.<sup>12</sup>

Das Verhältnis der Wagniskapital-Investitionen heimischer Fonds zum BIP in Deutschland war 2009-2019 knapp zweieinhalbmal so hoch wie in Österreich.<sup>13</sup> Damit der Anteil der heimischen Fonds an den gesamten Investitionen in der EU so hoch wäre wie der Anteil Österreichs am BIP der EU, **müssten die Investitionen durch heimische Fonds auf das 2,8fache steigen.** Man beachte zudem, dass das deutsche Wagniskapital-Volumen, das 2009-2018 in Österreich investiert wurde, über drei Viertel des österreichischen Volumens erreicht,<sup>14</sup> obwohl grenzüberschreitende Investitionen bei Wagniskapital eigentlich die Ausnahme darstellen.

Es fließt also recht viel Wagniskapital aus Deutschland nach Österreich, aber innerhalb der EU ist auch Deutschland unterdurchschnittlich und liegt weit hinter Großbritannien, das 2009-2019 das doppelte Volumen (im Verhältnis zum BIP) wie Deutschland investiert hat, und Luxemburg, das das 1,7fache wie Großbritannien investiert hat (das Volumen Luxemburgs im Verhältnis zum BIP ist somit mehr als achtmal so groß wie jenes in Österreich).<sup>15</sup> Man beachte auch, dass britische Fonds trotz der geografischen Distanz 2009-2018 die dritt wichtigste Wagniskapital-Quelle für Österreich waren. Ihr absolutes Volumen erreicht fast ein Viertel des österreichischen. Das ist deshalb relevant, weil Großbritannien nicht nur geografisch, sondern auch institutionell recht weit von Österreich entfernt ist. Die Attraktivität der Rahmenbedingungen in Großbritannien führt also dazu, dass ein

---

<sup>12</sup> Handelsblatt, 24. Nov. 2004, verfügbar von:

[https://archiv.handelsblatt.com/document?id=HB\\_110424134%7CHBPM\\_110424134&src=hitlist](https://archiv.handelsblatt.com/document?id=HB_110424134%7CHBPM_110424134&src=hitlist)

<sup>13</sup> Berechnet nach Invest Europe und Eurostat, das Verhältnis betrug in Österreich 2009-2019 im Mittel 0,0106 %, in Deutschland 0,0263 %.

<sup>14</sup> Die Summen betragen € 261,5 Mio. und € 201,7 Mio, berechnet nach Daten von Invest Europe, die WPZ Research exklusiv zur Verfügung gestellt wurden.

<sup>15</sup> Berechnet nach Invest Europe und Eurostat, das Verhältnis betrug in Großbritannien 2009-2019 im Mittel 0,0524 %, in Luxemburg 0,0892 %.

recht großes Volumen aus Großbritannien in Österreich investiert wird. Wagniskapital aus Luxemburg spielt hingegen praktisch keine Rolle.<sup>16</sup> Da grenzüberschreitende Investitionsflüsse nach dem Sitz der Wagniskapitalfirmen definiert sind, ist davon auszugehen, dass die Gesellschaften mittels ihrer heimischen Rechtsform agieren und deren Vorteile nutzen können. Sowohl in Großbritannien wie in Luxemburg gibt es eine Reihe möglicher Rechtsformen für Risikokapitalgesellschaften, auf die weiter unten genauer eingegangen wird.

**Die wissenschaftliche Literatur sieht im Wesentlichen zwei Hauptgründe für die unterschiedlichen Investitionsvolumina: Erstens die Ausgestaltung des Gesellschaftsrechts hinsichtlich der Beziehungen zwischen den Akteuren, zweitens die anfallenden Steuern.** Zwei Modelle zeichnen sich durch eine derartige Attraktivität aus, dass sich Wagniskapitalfirmen gezielt ansiedeln, auch um grenzüberschreitende Investitionen durchzuführen: US-Bundesstaat Delaware sowie Großbritannien. Auf diese sowie auf Luxemburg als Sonderfall wird im Folgenden näher eingegangen.

### **Modell USA**

In den USA hat sich die Gesetzgebung Delawares durchgesetzt, fast alle Wagniskapital- (und viele andere) Gesellschaften wurden seit einer Rechtsreform 1992 nach dem Recht von Delaware gegründet (Rosenberg 2002). Die wichtigsten Gründe dafür sind Dispositionsfreiheit und das Haftungsprivileg des Limited Partners (Kloka 2015). Das wiederum ist dadurch möglich, dass die Gestaltung des Gesellschaftsrechts zu einem Großteil den Bundesstaaten überlassen ist. Die Gründe für die Attraktivität Delaware für Wagniskapitalfirmen sind nach Kloka (2015, S. 104f.):

- Rechtliche Rahmenbedingungen, die als unternehmerfreundlich gelten und dabei die Rechte der Investoren bzw. Aktionäre und sonstigen Anteilseigner ohne Geschäftsleitungsbefugnis zurückstellen (z.B. beim Unternehmensübernahmerechts).
- Qualität und Aktualität der relevanten Gesetze und deren Öffnung gegenüber Innovation und innovativen Strukturen (bspw. ist Delaware der einzige Bundesstaat, der über einen eigenen und spezialisierten Court of Chancery verfügt, ein auf das Gesellschaftsrecht spezialisiertes und damit erfahrenes und routiniertes Billigkeitsgericht).
- Der Gesetzgeber verfolgt stets das Ziel, den legislativen Rahmen besonders flexibel und offen für individualvertragliche Vereinbarungen zu halten.
- Eine Vielzahl von Rechts- und Wirtschaftsberatungen und eine enge Verzahnung der Märkte, was den Bundesstaat auch aus ökonomischen Gesichtspunkten attraktiv macht und erhöhtes Potenzial zum Einsparen von Transaktionskosten bietet.

Die Vorzüge von Delaware wurden gegenüber WPZ Research auch in einem Experteninterview bestätigt. An erster Stelle steht demnach die Empfehlung, dass die EU (nicht nur Österreich) eine einfache und unbürokratische Lösung finden müsse. Im Detail werden die Vorteile Delawares wie folgt beschrieben:

- Aktienrecht und Meldewesen (filing process): Das Recht von Delaware gewährleistet eine ausgewogene Balance, um die Rechte verschiedener Akteure (Anteilseigner, Gläubiger, Angestellte) zu schützen. Einerseits werden die Investoren geschützt, andererseits ist das Recht flexibel genug, um Transaktionen nicht zu beeinträchtigen – im Unterschied zu Europa, wo eine starre Rechtsordnung verschiedene Abläufe unnötig verkompliziert. Anmeldungen

---

<sup>16</sup> Die Summen betragen € 96,9 Mio. und € 2,5 Mio, berechnet nach Daten von Invest Europe, die WPZ Research exklusiv zur Verfügung gestellt wurden.

und Genehmigungen verlaufen unkompliziert und meist ohne Gerichte dank des effizienten Systems.

- Investoren: Indem der US-amerikanische Wagniskapitalmarkt dreimal so groß ist wie der europäische, bündelt sich auch das entsprechende Wissen hinsichtlich Technologien, Märkten und Netzwerken. In Europa zu investieren, heißt hingegen, mit den lokalen rechtlichen Rahmenbedingungen vertraut zu sein, welche sich wiederum von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat unterscheiden. Da sich dadurch die Kosten für rechtliche Beratung erhöhen, verzichten US-amerikanische Wagniskapitalfirmen meist auf Investitionen in Europa. Auch innerhalb der USA gibt es rechtliche Unterschiede. Als Investitionsziele bevorzugt werden Unternehmen mit Sitz in Delaware oder Kalifornien.
- Exit: Die wichtigsten Börsen (NASDAQ, NYSE) sowie, als Alternative zum Börsengang, die wichtigsten Unternehmen, die als Käufer eines Technologie-Start-ups infrage kommen, sind US-amerikanisch. Damit tun sich auch europäische Unternehmen leichter, wenn sie in Delaware gelistet sind, da ein Börsengang unkompliziert ist bzw. eine übernehmende Firma ihren Sitz oft ebenfalls in Delaware hat.

Es werden allerdings auch drei Nachteile Delawares genannt:

- Das Steuersystem ist kompliziert und wird immer komplizierter, nicht zuletzt, da Delaware bestrebt ist, Steuerflucht und -entzug zu bekämpfen.
- Lokale Investoren benötigen oft US-amerikanische Anwälte, was die Kosten erhöht.
- Ausländische Unternehmen qualifizieren sich oft nicht für US-amerikanische Förderungen.

In einem zweiten Experteninterview in Bezug auf die USA wird bezweifelt, dass die Rechtsform der GmbH & Co. KG eine entscheidende Benachteiligung für österreichische Wagniskapitalfirmen darstellt. In einem dritten Experteninterview wird betont, dass kaum vorstellbar sei, dass ein Investor, der bereit ist, mehrere Millionen Euro in Österreich zu investieren, sich keinen Anwalt leisten würde, der ihm erklärt, wie eine GmbH & Co. KG funktioniert. Es sei allerdings betont, dass sich diese Aussagen auf bereits bestehende Fonds beziehen, also nicht auf die Frage der Beteiligung an Fonds, nachdem diese gegründet worden sind.

Hervorgehoben werden in den Interviews v.a. die Vorzüge der Besteuerung für Firmen mit offiziellem Sitz in Delaware hervorgehoben. Das Steuerrecht enthält bei der Besteuerung von Limited Partnerships in der Tat einige Besonderheiten. Im Gegensatz zur Corporation, deren Einkünfte einer doppelten Besteuerung sowohl auf Gesellschaftsebene (Unternehmensgewinne) als auch auf Gesellschafterebene (Dividende) unterliegen, werden die Gewinne einer Limited Partnership lediglich einmal besteuert (Kloka 2015, S. 168). Besteuert werden nur die an die Gesellschafter ausgeschütteten Beträge, da die Limited Partnership selbst nicht steuerpflichtig ist. **Limited Partnerships in den USA profitieren steuerlich erheblich von Steuertransparenz (engl. „tax transparency“): Solche Systeme vermeiden eine doppelte Besteuerung, indem nur die Persönlichkeiten (juristische oder natürliche), die die Einkommen erhalten, besteuert werden, nicht die Finanzvehikel (im konkreten Fall der Limited Partner bzw. Kommanditist), die diese erwirtschaftet haben.**<sup>17</sup> Für die USA heben Caselli & Negri (2018, S. 145) diese Steuertransparenz an erster Stelle hervor, da der Limited Partner von einer Steuer vollständig oder teilweise ausgenommen ist.

Das ist zum einen **für inländische Anleger relevant**, da diese bei ihrer Einkommensteuererklärung selbst wählen können, ob ihre Einkünfte steuerrechtlich getrennt sind oder „durchfließen“ (d.h. Teil der Einkommensteuer sind). Die Gesellschafter profitieren zusätzlich durch Steuernachlässe, wenn

---

<sup>17</sup> Diese Definition folgt Caselli & Negri (2018, S. 128).

sie ihre Anteile mehr als ein Jahr halten, was in Wagniskapitalfonds regelmäßig der Fall ist. Zudem erlaubt das Steuerrecht natürlichen Personen nicht nur, Verluste und Ausgaben der Limited Partnership mit Gewinnen der Gesellschafter zu verrechnen, sondern auch Verluste über eine Verrechnung hinaus steuerlich abzusetzen (Kloka 2015, S. 169).

Möglicherweise noch wichtiger ist das Prinzip der **einmaligen Besteuerung für ausländische Anleger**, da eine Doppelbesteuerung für grenzüberschreitende Erträge entfällt, ebenso das Problem der Quellensteuer. Mit anderen Worten, ausländische Anleger sind nur in ihrem Heimatland steuerpflichtig.

**Auch das Management wird steuerlich begünstigt** (Kloka 2015, S. 170f.). Erstens fallen keine Umsatzsteuern für die Managementgebühren an, zweitens wird die Gewinnbeteiligung des Managements (Carried Interest, auch: Carry) steuerlich begünstigt. Eine Besteuerung der Veräußerungserlöse erfolgt lediglich auf der Ebene der Investoren (Kloka 2015, S. 174). Gewinne, die aus der Veräußerung von Beteiligungen an Portfoliounternehmen resultieren, unterliegen der Kapitalertragsteuer oder Einkommensteuer. Der Steuersatz hängt davon ab, wie lange die Beteiligungen gehalten wurden.

**In den USA sind neben der Limited Partnership auch andere Rechtsformen von Bedeutung.** Dabei handelt es sich sowohl um spezialisierte Rechtsformen, neben der Limited Partnership auch die Small Business Investment Companies (SBIC), als auch um herkömmliche Rechtsformen, wie die Aktiengesellschaft (Corporation) oder Limited Liability Company (LLC) (Kloka 2015, S. 98). Die LLC ist eine hybride Rechtsform, welche eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung darstellt. Diese ist eine relativ neue Rechtsform, die mit entsprechenden Rechtsunsicherheiten verbunden ist. Sie wird in den USA jedoch zunehmend beliebter (Kloka 2015). Die Corporation als General Partner bringt als Vorteil mit sich, dass personelle Veränderungen in der Managementgesellschaft ohne die vorherige Zustimmung der Investoren (Limited Partners der Limited Partnership) umgesetzt werden können (Kloka 2015, S. 113). Die größte Bedeutung hat der wissenschaftlichen Literatur zufolge in den USA jedoch nach wie vor die Limited Partnership.

## Modell Großbritannien

**Innerhalb der EU hat sich die UK Limited Partnership als vorherrschende Rechtsform bei der Gründung von Wagniskapitalgesellschaften entwickelt** (Kloka 2015, S. 221). In der EU ist eine Konkurrenz der Rechtsformen entstanden, nicht zuletzt aufgrund der Möglichkeit grenzüberschreitender Gründungen. Trotz dieser Möglichkeit besteht jedoch keine Rechtssicherheit hinsichtlich der Emigrationsfähigkeit (Verlegung des Verwaltungssitzes) von Gesellschaften (Kloka 2015, S. 219). Deshalb und aus Gründen der Sprachbarrieren ist es eher unwahrscheinlich, dass sich in der EU ein räumlicher Schwerpunkt wie Delaware entwickeln wird.

Die Vorteile der UK Limited Partnership innerhalb der EU sind v.a. die folgenden (vgl. Kloka 2015, S. 220f.):

- Das Gesellschaftsrecht Großbritanniens zeichnet sich in diesem Bereich durch ein hohes Maß an präzisierender Rechtsprechung und Flexibilität aus.
- Es bestehen niedrige Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung, wodurch sich u.a. die Gründungskosten deutlich reduzieren.
- Steuerrechtlich bietet das britische Recht deutliche Vorteile gegenüber anderen europäischen Mitgliedstaaten, da keine Gewerbesteuer erhoben wird, was durch Einkommen-, Körperschaft- und Kapitalgewinnsteuer nur teilweise kompensiert wird.<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> Auch in Österreich gibt es keine Gewerbesteuer.

- Ähnlich wie in den USA ist die UK Limited Partnership besonders für Wagniskapitalgesellschaften geeignet. Sie ermöglicht die Installation von Gesellschaftern, die der Gesellschaft geschütztes Vermögen zuführen, um am wirtschaftlichen Erfolg der Gesellschaft zu partizipieren, ohne in den tatsächlichen Geschäftsbetrieb der Gesellschaft involviert zu sein.

**Der britische Gesetzgeber ist sich der Wettbewerbsvorteile im Bereich der Wagniskapitalgesellschaften offenbar bewusst und reformiert das Recht regelmäßig, um diese Vorteile zu bewahren.** So sind seit 2009 mehr als 20 passive Investoren zugelassen, was die Attraktivität der UK Limited Partnership weiter erhöht. Außerdem wurde der Gründungsakt vereinfacht (Kloka 2015, S. 224). Im Bereich der Haftung sowie der Rechte und Pflichten haben nun die Limited Partners, ähnlich wie in Delaware, die Möglichkeit einer beschränkten Beteiligung an der Unternehmensleitung und einer damit verbundenen Kontrolle des Managements, ohne dadurch den Grundsatz der Passivität der Limited Partners zu verletzen und damit deren persönliche Haftung auszulösen. Dadurch gewinnt die Rechtsform auch für ausländische Investoren Attraktivität, da sie Sicherheit schafft und zugleich Informationskosten reduziert.

Es sind indes auch steuerliche Gründe, die Großbritannien attraktiv machen. Das Steuersystem ist im Grunde dem US-amerikanischen ähnlich, im Falle von Private Equity und Wagniskapital jedoch komplizierter (Caselli & Negri 2018, S. 148). **Zusätzlich zur Limited Partnership existieren spezielle Wagniskapital-Investmentgesellschaften („venture capital trusts“), welche besondere steuerliche Vorteile genießen.** Sie werden an der Börse gehandelt und investieren in Unternehmen, die selbst nicht an der Börse gelistet sind (a.a.O.). Dadurch wurde in Großbritannien gezielt ein Schema ermöglicht, um Wagniskapitalinvestitionen besonders attraktiv und besonders einfach zu ermöglichen, da Anteile einfach via Aktienkauf erworben und veräußert werden können.

Wagniskapitalfonds nach Abb. 5 werden ähnlich wie in den USA nach dem Prinzip der Steuertransparenz besteuert. Wagniskapitalfonds (als Limited Partners) mit einer Laufzeit von zehn Jahren profitieren von Steuervergünstigungen (Caselli und Negri, S 149). Die effektive Besteuerung hängt aufgrund der Steuertransparenz vom Einkommen des Empfängers ab. Ebenso existieren Steueranreize für die Portfolio-Unternehmen, insbesondere im Bereich ihrer F&E-Aktivitäten.

## **Modell Luxemburg**

Innerhalb der EU nimmt Luxemburg eine Sonderstellung als Quelle von Wagniskapital ein. Wie oben skizziert beträgt das Verhältnis des investierten Volumens der Fonds zum BIP ein Vielfaches im Vergleich zu Deutschland und erst recht zu Österreich. Dabei handelt es sich um eine Investmentaktiengesellschaft mit variablem Kapital, die, wie oben skizziert, in ähnlicher Form auch in Deutschland existiert.

Speziell für Wagniskapital wurde 2004 als spezielle Rechtsformen die SICAR (fr. „investissement à capital risque“) als Sonderform einer SICAV geschaffen. SICAR selbst bezeichnet ein spezielles Vehikel für Private-Equity- und Wagniskapital-Anlagen. Die SICAR kann in verschiedenen Rechtsformen gegründet werden, u.a. als Kommanditgesellschaft (SCS), Spezialkommanditgesellschaft (SCSp), Kommanditgesellschaft auf Aktien (SCA) and Aktiengesellschaft (SA). Sie ist „steuereffizient“ und bietet viel Freiheit hinsichtlich der vertraglichen Ausgestaltung. Eine SICAR hat keine eigene Rechtspersönlichkeit abgesehen von der ihrer Partner. Sie besteht aus mindestens einem General Partner (Komplementär) und einem oder mehreren Limited Partners (Kommanditisten). Es ist möglich, dass ein Partner zugleich General und Limited Partner ist. Der General Partner haftet mit seinem Privatvermögen, der Limited Partner nur mit seiner Einlage. Jede Haftung, die bei SICAR im Rahmen ihrer Gründung, ihres operativen Geschäfts oder ihrer Liquidation entsteht, wird in dieser Hinsicht als Verpflichtung der SICAR angesehen.

**Die größten Vorteile einer SICAR besteht in der Flexibilität der vertraglichen Ausgestaltung zwischen General und Limited Partner.** Sie bestimmen alle Geschäftsbedingungen, die wiederum als notarielle oder privatschriftliche Übereinkunft festgelegt werden können. Nur ein Teil dieser Vereinbarung muss im Handelsregister abgelegt werden. Bekanntgemacht müssen nur der Nennwert, die Vertragsdauer, sowie die Benennungen der General Partners, der Manager und ihre Zeichnungsberechtigungen. Der Limited Partner kann als Manager, Direktor, oder im Auftrag eines Managers agieren. Das Management kann außerdem delegiert werden an einen Manager eines Alternativen Investmentfonds. Grundsätzlich entspricht das Stimmrecht den Anteilen, es kann aber auch vereinbart werden, dass die Stimmrechte abweichen, bis hin zu null Stimmrecht trotz einer Beteiligung.

**Ein zweiter Vorteil der SICAR ist die Flexibilität hinsichtlich ihrer Rechtsform.** Die Rechtsform ist nicht auf eine Limited Partnership beschränkt, sondern kann auch die einer Aktiengesellschaft sein. Hinsichtlich der Besteuerung besteht hier ein Unterschied. Eine SICAR, die als SCS oder SCSp organisiert ist, ist steuertransparent, d.h. die Gesellschaft selbst wird nicht besteuert, sondern nur die Gesellschafter. Ausländische Investoren sind in ihrem Heimatland steuerpflichtig. Eine SICAR hingegen, die als SA oder SCA organisiert ist, ist ein in Luxemburg steuerpflichtiges Unternehmen (ALFI, 2020).

Luxemburg ist führend innerhalb der EU hinsichtlich des Wagniskapitals, das verwaltet wird. Allerdings bezieht sich dies nicht auf das Volumen, das in Start-ups investiert wird. Ein Anteil des Wagniskapitals von 0,0892 % des BIPs ist sicherlich beeindruckend. In luxemburgische Start-ups wird jedoch nicht besonders viel investiert: Der Anteil am BIP ist weit niedriger, er beträgt 2009-2019 nur 0,0234 %. Das ist zwar immer noch mehr als doppelt so viel wie in Österreich, ist aber weniger als in Deutschland, nicht zu reden von Großbritannien.<sup>19</sup> Das erklärte Ziel der Bundesregierung ist nicht, das verwaltete Volumen zu erhöhen, mittels dessen im Inland ansässige Fonds ausländische Start-ups finanzieren, sondern die Finanzierung österreichischer Start-ups zu verbessern.<sup>20</sup>

Warum in Luxemburg so viel Wagniskapital verwaltet (nicht: investiert) wird, ist eine Folge davon, dass sich Luxemburg langfristig strategisch als Finanzstandort positioniert und sich als Finanz-Cluster entwickelt hat, welches das relevante Humankapital bündelt: Portfolio-Manager, Banker, Juristen und Unternehmensberater – Experten, die man für die Auflage von Fonds braucht. Daher wird dieses Land von vielen als Kompetenzzentrum gesehen und hat obendrein den Ruf, besonders „verschwiegen“ zu sein.<sup>21</sup> Man hat sehr früh damit begonnen, Standards für Fondsprodukte zu definieren und damit „Marken“ zu schaffen, die es anderswo nicht gibt, bspw. die obengenannte SICAR. Dabei setzt man in Luxemburg auf eine minimale Umsetzung von EU-Recht in nationales Recht, um den Standort zu stärken, hinzu kommt eine wenig streng agierende Aufsicht.<sup>22</sup> Luxemburg hat auch den Ruf einer Steueroase. Die steuerlichen Vorteile der Wagniskapitalfonds können hier nicht detailliert werden. Die Kataloge der Luxembourg Private Equity and Venture Capital Association (LPEA) heben jedoch die steuerlichen Aspekte verschiedener Private-Equity-Vehikel ausdrücklich hervor.<sup>23</sup>

---

<sup>19</sup> Dieser bedeutende Unterschied kommt in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung zum Ausdruck, da Investitionen im eigenen Land zum BIP zählen, nicht aber Investitionen, die vom Inland aus im Ausland durchgeführt werden.

<sup>20</sup> In Luxemburg wird also 3,8mal so viel durch heimische Fonds als in heimische Unternehmen investiert, in Österreich beträgt dieses Verhältnis, wie oben diskutiert, 0,5. Unter luxemburgischen Verhältnissen müsste das Investitionsvolumen österreichischer Fonds also auf das 7,6fache steigen, nur um das derzeitige Investitionsvolumen in heimische Unternehmen zu halten.

<sup>21</sup> Handelsblatt, 8. April 2013, verfügbar von: [https://archiv.handelsblatt.com/document/HBON\\_HB%208034214](https://archiv.handelsblatt.com/document/HBON_HB%208034214)

<sup>22</sup> Handelsblatt, 8. April 2013, verfügbar von: [https://archiv.handelsblatt.com/document/HBON\\_HB%208034214](https://archiv.handelsblatt.com/document/HBON_HB%208034214)

<sup>23</sup> Vgl. z.B. LPEA (2020)



## Österreich

Die GmbH & Co. KG als Rechtsform zur Wagniskapitalfinanzierung ist im internationalen Vergleich grundsätzlich geeignet. Auch in Österreich hat die GmbH & Co. KG zivilrechtlich Rechtspersönlichkeit, kann also Verträge abschließen. Nach allen unseren Erkenntnissen sowie jener der von uns befragten Juristen und anderen Experten bestehen keine wesentlichen Unterschiede zur Limited Partnership. **Die größten Vorzüge der Limited Partnership sind mit der Rechtsform einer GmbH & Co. KG vergleichbar.**

So haftet auch in Österreich der Kommanditist nur beschränkt bis zur Höhe der Haftungssumme. Ebenso kann der Komplementär – wie in den USA der General Partner – eine juristische Person sein. Bei einer GmbH & Co. KG handelt es sich um eine Kommanditgesellschaft (KG), deren persönlich haftende Gesellschafterin (Komplementär) eine GmbH ist. Im Vergleich zur KG ist die GmbH & Co. KG gerade wegen der Haftung interessant: Der Komplementär einer KG haftet zwar unbeschränkt, die Gläubiger können sich aber nur an das Gesellschaftsvermögen der GmbH halten, deren Gesellschafter jedoch nur beschränkt haften. Ein Durchgriff auf die GmbH-Gesellschafter ist grundsätzlich nicht möglich. **Damit trifft in Österreich keine natürliche Person das Risiko der unbeschränkten Haftung.**

Auch bei der Beziehung zwischen Komplementär und Kommanditist bietet das österreichische Recht Flexibilität. Geschäftsführungs- und vertretungsbefugt sind grundsätzlich nur die Komplementäre, und zwar jeder für sich allein. Dem Kommanditisten steht bei gewöhnlichen Geschäften kein Mitsprache- bzw. Widerspruchsrecht zu. Außergewöhnliche Geschäfte bedürfen der Zustimmung aller Gesellschafter. **Abweichende gesellschaftsvertragliche Regelungen sind aber möglich.** Änderungen bereits bestehender Verträge sind schwerfällig, weil sie der Zustimmung aller Komplementäre und aller Kommanditisten bedürfen. Allerdings ist das Mehrheitsprinzips häufig vertraglich vereinbart, besonders bei größerer Zahl an Kommanditisten. In Österreich ist es wie in den USA auch möglich, einen Investitionsanreiz zu schaffen, indem im Insolvenzfall die Kommanditisten eine bevorzugte Befriedigung vor den General Partners erfahren.

## Erfolgsfaktoren

Eine Reform der Rechtsform sollte sich an zwei Zielen orientieren. Erstens sollte die Reform **den Zugang der Unternehmen zu Eigenkapital zu erleichtern.** Dies ist auch das erklärte Ziel der EU-Initiative für eine Kapitalmarktunion und schließt eine Stärkung des speziellen, aber wichtigen Segments der Wagnisfinanzierung ein (Véron & Wolff, 2016). Zweitens sollte **das Angebot an Wagniskapital für österreichische Unternehmen ausgeweitet werden.** Da der geografische Aktionsradius von Wagniskapitalgesellschaften typischerweise eingeschränkt ist, kann dies nur über eine Ausweitung des Angebots in Österreich erfolgen. Die Integration des Private-Equity-Markts innerhalb der EU geht nur schleppend voran, Private-Equity-Gesellschaften sind weiterhin überwiegend auf Investoren aus ihren jeweiligen Heimatländern angewiesen.

Eine Reform sollte sich nicht allein auf eine reine Anpassung des hiesigen Gesellschaftsrechts an das luxemburgische Recht beschränken, sondern sich an den internationalen Erfolgsfaktoren orientieren. Die Analyse hat bisher gezeigt, dass ein erfolgreiches Modell, das zu einem großen Investitionsvolumen im eigenen Land führt, sich auf drei Pfeiler stützt:

**Erstens ist eine hohe Flexibilität in der vertraglichen Ausgestaltung der Beziehung zwischen Komplementär und Kommanditist wichtig.** Sämtliche beschriebenen Modelle und sämtliche Literatur zu diesem Thema heben diese Bedeutung immer wieder hervor. Die Rechtsform der GmbH & Co. KG an sich scheint nicht das Problem zu sein. Auch die GmbH als übliche Rechtsform der Portfolio-Unternehmen stellt wohl kein Problem dar (Schmidt, 2016). In Bezug auf Deutschland, wo ebenfalls die GmbH & Co. KG die übliche Rechtsform darstellt, heben Caselli und Negri (2018, S. 106)

lediglich hervor, dass keine speziellen Finanzvehikel für Wagniskapital existieren, sehr wohl aber Gesetze zur Förderung von Wagniskapital-Investitionen.

International ist der angelsächsische Raum bei Wagniskapital führend. Es gilt jedoch, Einschränkungen zu beachten, die sich aus dem EU-europäischen Recht ergeben. Wichtig ist, **vertragliche Beziehungen zwischen Komplementär und Kommanditist so zu ermöglichen, dass sie den Investoren möglichst attraktiv erscheinen und damit die Kapitalaufbringung erleichtern.** Das betrifft insbesondere:

- Dispositionsfreiheit und Flexibilität bei der individuellen Gestaltung der Gesellschaftsverträge sollen gewährleistet sein. Der Kommanditist soll davon profitieren, dass er in Unternehmen mit riskanten Geschäftsmodellen investieren kann, ohne dass er selbst unternehmerisches Risiko (über seine Einlage hinaus) eingehen muss und die Unternehmen selbst kontrollieren muss. Diese Konstellation führt allerdings dazu, dass der Komplementär einen Informationsvorsprung besitzt und Interessenskonflikte entstehen können. Es genügt daher nicht, auf ausreichendes Vertrauen in der Beziehung zwischen Kommanditisten und Komplementär zu setzen. Der Kommanditist benötigt die Gewissheit, dass der Komplementär Entscheidungen trifft, die die Auszahlung an den Kommanditisten maximieren. Der Komplementär benötigt hingegen eine gewisse Sicherheit hinsichtlich seiner eigenen Anstellung. Diese wird insbesondere durch die persönliche Haftung des Managements sowie eine (geringfügige) Beteiligung des Managements am Fonds ermöglicht. **Die Rechtsform muss ermöglichen, dass Kommanditist und Komplementär ihre Beziehung selbst vertraglich gestalten können.** Damit können sie Interessenskonflikte von vornherein ausschalten, so dass mehr Investitionen zustande kommen.
- Relevant ist auch die Gesellschaftsstruktur hinsichtlich der Regelungen nach Basel IV. Die erforderliche Höhe des Kapitalpuffers ist entscheidend für die Profitabilität. Für **Banken als potenzielle Investoren** könnte relevant sein, wie riskant ihre Investition eingestuft wird. An dieser Stelle sei daran erinnert, dass in den führenden Ökonomien (nicht nur die USA, auch europäische wie z.B. Dänemark) institutionelle Investoren das meiste Kapital bereitstellen.
- Eine entscheidende Rolle spielen Zeitpunkt und Organisation des Exits. Aus Sicht der Investoren wird der Erfolg einer Wagniskapitalgesellschaft ausschließlich daran gemessen, wie ertragreich die Veräußerung am Ende der Laufzeit ausfällt. Österreich ist hier benachteiligt, weil Börsengänge von Start-ups selten sind, und aufgrund der geringen Größe nur wenige potenzielle Interessenten an Übernahmen vorhanden sind. Diese Nachteile lassen sich nicht durch eine Rechtsreform der Wagniskapitalgesellschaften überwinden. Allerdings kann gewährleistet werden, dass gerade hier **der Gesellschaftsvertrag eine konkrete Exit-Strategie vorsieht.** Insbesondere müssen Vereinbarungen möglich werden, die opportunistisches Verhalten vonseiten des Managements verhindern können.

In Österreich ist das Personengesellschaftsrecht (und damit auch das KG-Recht) weitgehend vom Grundsatz der Gesellschafterautonomie beherrscht und von Flexibilität geprägt. Das Innenrecht der KG (d.h. jene Regelungen, die das Rechtsverhältnis der Gesellschafter untereinander sowie das Rechtsverhältnis der Gesellschafter zur Gesellschaft betreffen) wird daher primär durch den Gesellschaftsvertrag und damit durch die Gesellschafter selbst festgelegt.<sup>24</sup> Den Gesellschaftern einer KG kommt daher ein hohes Maß an Flexibilität bei der Gestaltung ihrer Rechtsbeziehungen zu. Gesellschaftsvertraglich können sehr weitgehende Abweichungen vom „Grundmodell“ einer KG vorgenommen werden. So kann beispielsweise die Stellung des Kommanditisten an die eines Komplementärs angeglichen werden. Sie kann aber auch noch weitgehender auf die reine Kapitalbeteiligung beschränkt werden.

---

<sup>24</sup> Siehe §§ 108 und 163 UGB

Diese Gestaltungsfreiheit gilt nicht uneingeschränkt. Grenzen der Privatautonomie im Verhältnis der KG-Gesellschafter untereinander liegen einerseits bei Verstößen gegen Gesetz- oder Sittenwidrigkeit,<sup>25</sup> andererseits auch in der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht, im Gleichbehandlungsgebot oder im Minderheitenschutz. Schließlich sind Bestimmungen des Außenverhältnisses, die Gläubiger- und Verkehrsinteressen betreffen, zwingend und können somit im Gesellschaftsvertrag nicht abbedungen werden. Die persönliche, unmittelbare und unbeschränkte Haftung des Komplementärs ist beispielsweise eine solche Regelung, die nicht durch den Gesellschaftsvertrag abänderbar ist.

Neben der vertraglichen Beziehung ist, **zweitens, ein effizientes Steuerwesen entscheidend.** Damit ist nicht gemeint, dass Österreich Steueroasen kopieren soll. Vielmehr muss es Investoren attraktiv erscheinen, das erhöhte Risiko der Start-up-Investitionen einzugehen. Der Erwartungswert einer Investition muss positiv sein und für das höhere Risiko entschädigen. **Sämtliche Modelle erfolgreicher Länder haben ausgeklügelte Modelle der Besteuerung entwickelt.** Hier sind v.a. drei Punkte entscheidend:

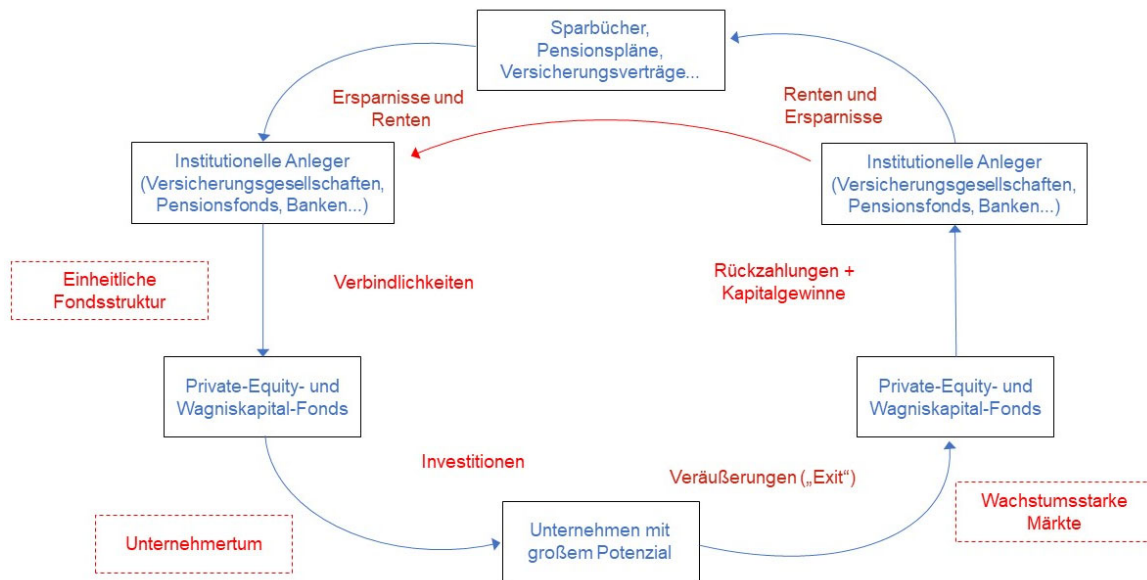
- **Steuertransparenz:** Limited Partnerships profitieren steuerlich erheblich, indem eine doppelte Besteuerung vermieden wird, da entweder nur die Persönlichkeiten (juristische oder natürliche), die die Einkommen erhalten, besteuert werden, oder die Finanzvehikel (der Kommanditist). Es ist auch möglich, den Steuerpflichtigen die Wahl zu überlassen, wie besteuert werden soll. Zwar gibt es auch in Österreich keine „doppelte Besteuerung“, da eine GmbH & Co. KG hinsichtlich der Ertragsteuer (Einkommensteuer, Körperschaftsteuer) nicht als selbständiges Steuersubjekt gilt. Allerdings wird Österreich bei der Besteuerung von Wagniskapitalgesellschaften und -fonds von Invest Europe mehrfach mit schlechten Indexwerten bedacht (zit. n. Caselli & Negri, Tab. 10.3) und erhält bei der Steuertransparenz die schlechteste Note. Auch Deutschland kommt nicht gut weg, erhält aber zumindest bei der Steuertransparenz eine bessere Bewertung. In Österreich müssen Gesellschafter einer GmbH & Co. KG, die natürliche Personen sind, Einkommensteuer entrichten, wodurch der Grenzsteuersatz recht hoch sein kann und in der Regel auch sein wird; bei juristischen Personen fällt Körperschaftsteuer an. Im Detail hängen die zu entrichtenden Steuern von den Rechtsformen der jeweiligen Portfolio-Unternehmen ab und ob diese selbst Gewinne erwirtschaften.
- Auch die Besteuerung des Komplementärs ist relevant. **Eine Begünstigung der Gewinnbeteiligung des Managements** erhöht nicht nur die Attraktivität aus Sicht des Komplementärs, sondern trägt auch zur Reduzierung des Interessenskonflikts bei.<sup>26</sup>
- Der alles entscheidende **Exit kann steuerlich erleichtert werden**, indem die Erträge begünstigt besteuert werden, entweder durch einen reduzierten Steuersatz oder mit der Bedingung, dass Erträge innerhalb einer kurzen Zeit wieder in einen neuen Wagniskapitalfonds reinvestiert werden.

---

<sup>25</sup> § 879 ABGB

<sup>26</sup> Die Besteuerung der Gewinnbeteiligung des Managements unterscheidet sich derzeit grundsätzlich nicht von der Besteuerung anderer Anleger. Dass eine Maßnahme ökonomisch sinnvoll ist, bedeutet nicht, dass sie auch durchsetzbar ist. Im konkreten Fall könnte eine gezielte Begünstigung verfassungs- und beihilfenrechtliche Fragen aufwerfen.

**Abbildung 6: Finanzierungszyklus von Private Equity und Wagniskapital**



Quelle: modifiziert nach Caselli & Negri (2018).

Abbildung 6 zeigt den Finanzierungszyklus von Private Equity und Wagniskapital. Die Politik spielt eine entscheidende Rolle, da sie die Rahmenbedingungen setzt. Sie kann überall eingreifen, auch steuerlich. Sie kann in jedem Schritt des Zyklus die Wagniskapitalfinanzierung für KMU mehr oder weniger attraktiv gestalten.

Zusammenfassend unterliegen in Österreich die Einkünfte einer KG bzw. GmbH & Co. KG<sup>27</sup> beim jeweiligen Gesellschafter der Ertragsbesteuerung. Die Besteuerung ist abhängig (i) von der Person des Gesellschafters (Körperschaft oder natürliche Person) sowie (ii) der Tätigkeit der KG (gewerblich oder rein vermögensverwaltend) und (iii) der Art der Einkünfte (z.B. Veräußerungsgewinne, Dividenden). Zur Belebung des Geschäfts ist eine Verringerung der Steuerbelastung der Gesellschafter einer GmbH & Co. KG mit mehreren Maßnahmen möglich:<sup>28</sup>

- Beispielsweise formuliert das Regierungsprogramm (BKA 2020, S. 55) eine Absenkung der Körperschaftssteuer auf 21 %.
- Im Bereich Private Equity sowie Wagniskapital sind vor allem die Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen regelmäßig für die Strukturierung von entscheidender Bedeutung. Dem österreichischen Körperschaftsteuerrecht ist eine generelle Befreiung von Veräußerungsgewinnen fremd. Dies ist gerade in diesem Bereich ein Standortnachteil gegenüber anderen Rechtsordnungen.
- Wenn man einen Investitionsanreiz bei natürlichen Personen setzen will, könnte man ebenfalls über eine grundsätzliche Steuerfreiheit oder jedenfalls über eine steuerneutrale Übertragung von stillen Reserven nachdenken.
- Die österreichische Rechtsgeschäftsgebühr erweist sich auch regelmäßig als Hindernis im Bereich Private Equity sowie Wagniskapital.

<sup>27</sup> Eine KG kann für österreichische Ertragssteuerzwecke Subjekt der Einkünfteerzielung, nicht jedoch Steuersubjekt sein.

<sup>28</sup> Letzten Endes kommt die Politik nicht umhin, gewisse Ausfälle an Steueraufkommen mit den volkswirtschaftlichen Vorteilen einer besseren Versorgung der Unternehmen mit Risikokapital abzuwägen.

Hinsichtlich etwaiger Doppelbesteuerung erfolgt aufgrund der Transparenz der KG für steuerliche Zwecke die österreichische Ertragsbesteuerung nur auf der Ebene des Gesellschafters (nur eine Besteuerungsebene). Insoweit gibt es auch in Österreich nur „eine Besteuerung“. Bei Steuerausländern als Gesellschafter kommt sowohl eine Ertragsbesteuerung in Österreich (als Quellenstaat) als auch im Ausland (z.B. Staat der Ansässigkeit) in Betracht. Um eine Doppelbesteuerung (weitgehend) zu vermeiden, hat Österreich mit vielen Staaten Doppelbesteuerungsabkommen abgeschlossen. Damit ein solches Abkommen zur Anwendung kommt, müssen jedoch verschiedene Voraussetzungen erfüllt sein. Insbesondere muss der Gesellschafter berechtigt sein, sich auf ein solches Abkommen berufen zu können (ansässige Person, engl. „resident“). Hier kann es vor allem bei Fonds immer wieder zu Problemen kommen, so dass Fälle von Doppelbesteuerungen vorkommen.

**Der dritte Erfolgsfaktor ist, alternative Rechtsformen zur Limited Partnership oder GmbH & Co. KG zu ermöglichen, die speziell für Wagniskapital gestaltet werden.** In allen drei diskutierten Modellen steht eine Vielzahl alternativer Rechtsformen zur Verfügung, einschließlich der Option einer Aktiengesellschaft. Diese Modelle unterscheiden sich zwar im Detail voneinander. Dennoch lässt sich festhalten, dass die Möglichkeit handelbarer Anteile in Form einer Aktiengesellschaft (nicht notwendigerweise an der Börse notiert) einen Erfolgsfaktor darstellt, der für das Engagement der Investoren wichtig ist und sich zunehmender Beliebtheit erfreut. Die folgenden Gründe sprechen dafür, das Recht in Österreich zu erweitern, dass auch Investmentgesellschaften als Fondsvehikel zur Verfügung stehen:

- Als Ziel der FTI-Strategie (Bundesregierung, 2020) ist formuliert, dass sich das Volumen der Wagnisfinanzierung in Österreich bis 2030 auf 0,1 % des BIP erhöhen soll. Das Ziel ist ambitioniert, denn 2019 lag der Anteil erst bei 0,0215 %. Es dürfte schwierig bis unmöglich sein, unter den bestehenden rechtlichen Rahmenbedingungen dieses Ziel auch nur annähernd zu erreichen.
- Die Kapitalmarktunion strebt ausdrücklich eine Verbesserung des Zugangs zu Eigenkapital an. Gerade hier hat Österreich Aufholbedarf. Wagniskapital ist Eigenkapital von besonders hoher Qualität. Eine Ausweitung des Angebots erhöht die Verfügbarkeit besonders für innovative KMU.
- Zusätzliche Rechtsformen können Investitionsbarrieren beseitigen, indem sie die Attraktivität für Investitionen steigern, bspw. für institutionelle Investoren, die depotfähige Anteile nachfragen.

Eine zusätzliche Rechtsform müsste sicherstellen, dass die Vorteile einer GmbH & Co. KG weiter bestehen. Dazu gehört eine Verwaltungsgesellschaft, die das Management und die damit verbundene Betreuung und Kontrolle der Portfolio-Unternehmen übernimmt. Neben der Besteuerung ist entscheidend, große Flexibilität der vertraglichen Ausgestaltung zwischen Management und Fonds zu gewährleisten.

Abschließend seien noch zwei Punkte hervorgehoben. Erstens **bedeutet eine Verbesserung der steuerlichen Anreize nicht, dass Österreich mit Steueroasen konkurrieren soll.** Vielmehr verhält es sich so, dass Österreich zurzeit sehr großzügig unternehmerische F&E fördert, bspw. über die Forschungsprämie, aber wenige Steuervorteile für Eigenkapital und Beteiligungsfinanzierung bereithält. Die Forschungsprämie erreichte 2020 ein Volumen von 1,049 Mrd. Euro bzw. 0,28 % des BIPs. Das ist 1,4mal so viel, als im gesamten Zeitraum 2010-2019 an Wagniskapital in österreichische Unternehmen investiert wurde, und macht das 2,8fache dessen aus, was österreichische Fonds (einschließlich der Finanzvehikel der awS) 2010-2019 an Wagniskapital investiert haben.<sup>29</sup> Die

---

<sup>29</sup> Daten nach Invest Europe, 2010-2019 wurden 375,8 Mio. Euro Wagniskapital durch österreichische Fonds investiert, und 747,3 Mio. Euro Wagniskapital in österreichische Unternehmen investiert.

Forschungsprämie kommt neben jungen Unternehmen auch den multinationalen Konzernen zugute, die das größte Volumen der F&E-Ausgaben tätigen, und stärkt die Standortattraktivität. Junge, innovative Unternehmen sind jedoch hoch riskant und brauchen daher zur Finanzierung ihrer Innovationen Risikokapital. Ein Mangel an Risikokapital verhindert Innovation. Steueranreize für Wagniskapitalgesellschaften verbessern den Zugang zu Eigenkapital höchster Qualität und können daher die Wirksamkeit der bestehenden F&E-Förderung für junge, innovative Unternehmen wesentlich steigern. Sie sollten daher ein wichtiges Element der Innovationspolitik sein.

Zweitens zeigt die empirische Evidenz, dass **der Aktionsradius von Wagniskapital geografisch eingeschränkt ist**. Trotz der Attraktivität Luxemburgs wurden dort 2010-2019 nur 1,29 % des innerhalb der EU investierten Wagniskapitals verwaltet.<sup>30</sup> Es ist also keineswegs so, dass Wagniskapitalgesellschaften den gesellschafts- und steuerrechtlich idealen Standort suchen, um von dort aus zu operieren. Der ganz überwiegende Anteil des global investierten Wagniskapitals wird im eigenen Land, oft sogar der eigenen Region investiert. Grund dafür ist auch, dass unterschiedliche Regulierungen die Rechtssicherheit reduzieren, v.a. aber die für Wagniskapital typische Bindung zwischen Wagniskapitalgesellschaft und Portfolio-Unternehmen. Wenn man wie nach den Plänen der Bundesregierung das Wagniskapital-Volumen erhöhen möchte, wird kein Weg daran vorbeiführen, die *heimischen* Rahmenbedingungen für Wagniskapitalgesellschaften zu verbessern.

Österreich hat in den letzten 20 Jahren das F&E-Volumen stark gesteigert, z.B. mit der Forschungsprämie und den aws-Programmen. Diese sind für die Wagniskapitalinvestoren jedoch irrelevant. Wichtig ist, die Anreize für Investoren zu verbessern, um den chronischen Mangel an Risikokapital zu überwinden. Vergleichsweise kostengünstige Reformen könnten hier große Wirkung erzielen. Der einfachste Weg ist, sich an Erfolgsmodellen zu orientieren und mehr rechtliche Konstrukte für Wagniskapitalgesellschaften zu ermöglichen.

---

<sup>30</sup> Daten nach Invest Europe, 2010-2019 haben luxemburgische Wagniskapitalgesellschaften 678 Mio. Euro investiert, alle EU-europäischen Wagniskapitalgesellschaften zusammen 52,59 Mrd. Euro.

## 5. Resümee

Österreichs Unternehmen weisen unter den wohlhabenden Industriestaaten den höchsten Verschuldungsgrad und den schlechtesten Zugang zu Wagniskapital auf. Die Verfügbarkeit von Wagniskapital zu verbessern bedeutet, den Zugang zu Eigenkapital speziell für junge, innovative KMU zu verbessern. Eine Rechtsreform, die dies ermöglicht, steht im Einklang mit der FTI-Strategie 2030 der Bundesregierung und den Zielen der Kapitalmarktunion der EU. **Mehr Risikokapital für österreichische Unternehmen steigert die Chancen, zu den führenden Innovationsländern aufzuschließen und den Verschuldungsgrad der KMU zu verringern.**

Aus zwei Gründen wird sich mit einer Erhöhung des Risikokapitalangebots in Österreich die **Wettbewerbsfähigkeit des Standorts Österreich** verbessern. Erstens kommt der Geografie eine besondere Rolle zu, was sich international durch die Bildung von Hochtechnologie-Clustern zeigt. Durch die enge Bindung von Investor und Unternehmen wird der dafür notwendige Kontakt durch räumliche Nähe erheblich erleichtert. Das ist auch der Hauptgrund, weshalb Wagniskapitalgesellschaften zumeist in ihrem eigenen Land, oft sogar in der eigenen Region investieren. **Für ein modernes Innovationssystem ist es daher wichtig, dass Wagniskapital aus heimischen Gesellschaften zur Verfügung steht.**

Zweitens hemmt ein Mangel an Eigenkapital, also eine hohe Verschuldung, den Erfolg der Unternehmen. Studien der OECD zeigen, dass ein hoher Verschuldungsgrad speziell bei Österreichs KMU das Wachstum bremst (Dlugosch 2020), und dass Eigenkapital insbesondere bei wissensintensiven Unternehmen die Produktivität erhöht (Demmou u.a. 2019). Gerade innovative KMU sind eher weniger verschuldet, weil sie eben mehr auf risikotragendes Eigenkapital angewiesen sind (Beer und Waschiczek 2020). **Mehr Risikokapital würde somit die Wettbewerbsfähigkeit der KMU verbessern und die Produktivität der österreichischen Wirtschaft steigern.**

Die in Österreich vorherrschende Konstruktion der Wagniskapitalfirmen als GmbH & Co. KG ist grundsätzlich geeignet. Sie weicht nicht wesentlich von der international üblichen Limited Partnership ab und wird in der wissenschaftlichen Literatur auch so übersetzt. Die **zwei Hauptergebnisse und Handlungsempfehlungen** der Studie weisen jedoch auf zwei Probleme hin:

Den uns befragten Juristen zufolge gleicht zwar die **steuerliche Behandlung der GmbH & Co. KG** grundsätzlich der für die in den USA dargestellten Einordnung der Delaware Limited Partnership. Das heißt aber nicht, dass die effektive Besteuerung die gleiche ist. Unser **erstes Hauptergebnis** ist vielmehr, dass der Schlüssel zur Erhöhung der Attraktivität bei den Nettogewinnen liegt, die die Investoren erzielen können. Die Nettogewinne können erhöht werden, indem die **effektive Besteuerung der Investoren** an jene in den führenden Ländern angepasst wird. Dafür gibt es eine Vielzahl an Möglichkeiten.

Das **zweite Hauptergebnis** ist, dass alle diskutierte Best-Practice-Modelle – die USA, Großbritannien und Luxemburg – eine Mehrzahl an Finanzvehikeln für Wagniskapitalgesellschaften ermöglichen, ebenso Deutschland und die Schweiz. In allen genannten Ländern besteht die Möglichkeit, **Wagniskapitalgesellschaften als Aktiengesellschaften** zu etablieren, was die Attraktivität für Investoren aufgrund der Handelbarkeit der Anteile erheblich erhöht. Das Modell der GmbH & Co. KG hingegen erfordert einen hohen juristischen und bürokratischen Aufwand, Anteile zu erwerben. Dadurch sind sie nur erschwert handelbar und für institutionelle Investoren nicht depotfähig. Auch für Banken würden Investitionen attraktiver, insbesondere, wenn die nötigen **Kapitalpuffer** nach Basel IV für die Beteiligungen der Banken reduziert werden. Wichtig ist auch hier eine effektive Besteuerung, die sich an internationalen Standards orientiert, da für Investoren die erwarteten Nettogewinne relevant sind.

Eine Erweiterung der möglichen Rechtsformen speziell für Wagniskapitalgesellschaften, wie sie bspw. in Luxemburg mit der SICAR (als Sonderform der SICAV) geschaffen wurde, würde die

Investitionsanreize erhöhen und somit die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Österreich verbessern. Die volkswirtschaftlichen Auswirkungen sind schwer zu quantifizieren. Eine Erleichterung des Beteiligungsgeschäfts sollte aber auf jeden Fall die Eigenkapitalausstattung der Portfoliounternehmen und damit in der Folge auch den Kreditzugang von KMU und innovativen Start-ups verbessern. Gerade nach der Covid-Krise müssen die Unternehmen rasch und in großen Schüben ihr Eigenkapital stärken, um den Zugang zu tragfähigen Krediten sicherzustellen. Der schnelle Weg dazu ist mehr Beteiligungsfinanzierung, während Eigenkapitalbildung durch einbehaltene Gewinne sehr lange dauert. So kann die Erholung nach der Krise beschleunigt werden. Vor allem innovative Start-ups brauchen Risikokapital. Eine solche Initiative hat daher klar positive Auswirkungen auf Produktivität, Standortattraktivität und Wachstum sowie auf die Krisenfestigkeit der Unternehmen.



## Literatur

- ALFI (2020): Luxembourg Private Equity and Venture Capital, <https://www.alfi.lu/>
- Beer, Christian und Walter Waschiczek (2019): Equity ratios of Austrian nonfinancial corporations – evidence from balance sheet data, OeNB Monetary Policy & The Economy 3/19, <https://www.oenb.at/Publikationen/Volkswirtschaft/Geldpolitik-und-Wirtschaft/2019/monetary-policy-and-the-economy-q3-19.html>
- BKA (2020): Aus Verantwortung für Österreich, Regierungsprogramm 2020-2024, Wien.
- BKA, BMF, BMUKK, BMVIT, BMWFJ und BMWF (2011): Der Weg zum Innovation Leader – Strategie der Bundesregierung für Forschung, Technologie und Innovation, Wien.
- Bundesregierung (2020): FTI-Strategie 2030 – Strategie der Bundesregierung für Forschung, Technologie und Innovation, [https://www.bundeskanzleramt.gv.at/themen/forschungskoordination\\_fti.html](https://www.bundeskanzleramt.gv.at/themen/forschungskoordination_fti.html)
- Carletti, Elena, Tommaso Oliviero, Marco Pagano, Lorian Pelizzon, Marti G Subrahmanyam (2020): The COVID-19 Shock and Equity Shortfall: Firm-Level Evidence from Italy, The Review of Corporate Finance Studies 9, 534–568.
- Caselli, Stefano und Giulia Negri (2018): Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals [2. Aufl.]. London, San Diego, Cambridge [MA] und Oxford: Academic Press.
- Da Rin, Marco, Thomas Hellmann und Manju Puri (2013): A Survey of Venture Capital Research, Handbook of the Economics of Finance 2, Part A, 573-648.
- Demary, Markus, Joanna Hornik und Gibran Watfe (2016): SME Financing in the EU: Moving Beyond One-Size-Fits-All, Bruges European Economic Policy Briefings 40/2016, [https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economics-department-working-papers\\_18151973](https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economics-department-working-papers_18151973)  
<https://www.econstor.eu/handle/10419/157172>
- Demmou, Lilas, Irina Stefanescu und Axelle Arquíé (2019): Productivity growth and finance: the role of intangible assets - a sector level analysis, OECD Economics Department WP 1547, <https://dx.doi.org/10.1787/d132d949-en>
- Dlugosch, Dennis, Rauf Gönenç, Eun-Jung Kim und Aleksandra Paciorek (2020): Firming up the capital base of the Austrian business sector – consolidating Austria’s business sector strengths and its social role in the face of new challenges, OECD Economics Department WP 1595, <https://dx.doi.org/10.1787/d132d949-en>
- Europäische Kommission (2020): European Innovation Scoreboard 2020, Luxemburg.
- Hahn, Christopher (2018): Kapitalgeber, in: Christopher Hahn (Hrsg.): Finanzierung von Start-up-Unternehmen [2. Aufl.]. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Keuschnigg, Christian und Kogler, Michael (2018): Finanzplatz Österreich – Eine Strategie für Wachstum und Stabilität. Berlin u.a.: Lit Verlag.
- Keuschnigg, Christian und Sardadvar, Sascha (2019): Wagniskapital zur Finanzierung von Innovation und Wachstum. Studie des WPZ, St. Gallen, und WPZ Research, Wien, <https://www.rat-fte.at/publikationen.html>
- Keuschnigg, Christian, Brigitte Ecker, Sascha Sardadvar und Christian Reiner (2017): Innovationsland Österreich – F&E, Unternehmensentwicklung und Standortattraktivität. Studie des WPZ und der WPZ Research im Auftrag des Rates für Forschung und Technologieentwicklung; <http://www.rat-fte.at/publikationen.html>

- Kloka, Paul Dominik (2015): Rechtsformen und Rahmenbedingungen der Innovationsfinanzierung – Eine juristisch-ökonomische Analyse der Venture Capital Limited Partnership als Investitionsvehikel. Baden-Baden: Nomos.
- Kraemer-Eis, Helmut, Antonia Botsari, Frank Lang, Kristian Pal, Elitsa Pavlova, Simone Signore und Wouter Torfs (2020) : The market sentiment in European private equity and venture capital: Impact of COVID-19, EIF WP 2020/64, [https://www.eif.org/news\\_centre/publications/EIF Working Paper 2020 64.htm](https://www.eif.org/news_centre/publications/EIF_Working_Paper_2020_64.htm)
- LPEA (2020): Private Equity in Luxembourg – Your guide to set up and manage your Private Equity and Venture Capital structure in Luxembourg, <https://lpea.lu/media/>
- Mason, Colin M. (2009): Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe – A Critical Review, International Small Business Journal 27, 536-556, <https://doi.org/10.1177/0266242609338754>
- Raposo, Inês Gonçalves und Alexander Lehmann (2019): Equity finance and capital market integration in Europe, Policy Contribution 3, <https://www.bruegel.org/2019/01/equity-finance-and-capital-market-integration-in-europe/>
- Rosenberg, David (2002): Venture Capital Limited Partnerships: A Study in Freedom of Contract, Columbia Business Law Review 2002, 363-399.
- Sardadvar, Sascha (2019): Risikokapital in Österreich: Wagniskapital, Business Angels und Datenvalidität, Studie, WPZ Research, Wien.
- Sardadvar, Sascha (2020): Wagniskapitalfinanzierung in Österreich: der Standort Wien als großer Profiteur, WPZ Policy Brief 3/20.
- Schmidt, Daniel (2016): „Venture Capital“: Zur Nutzbarmachung des Modells der US-amerikanischen Wagniskapitalfinanzierung für die GmbH in Österreich, Dissertation an der Universität Wien
- Véron, Nicolas und Guntram B. Wolff (2016): Capital Markets Union: A Vision for the Long Term, Journal of Financial Regulation 2, 130-153.

**Kontakt:**

Prof.(FH) Priv.-Doz. Mag. Dr. Sascha Sardadvar  
E-Mail: [sascha.sardadvar@wpz-research.com](mailto:sascha.sardadvar@wpz-research.com)

Univ.-Prof. Dr. Christian Keuschnigg  
E-Mail: [christian.keuschnigg@unisg.ch](mailto:christian.keuschnigg@unisg.ch)

# 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.

---

Wirtschaftspolitisches Zentrum | [www.wpz-fgn.com](http://www.wpz-fgn.com) | [office@wpz-fgn.com](mailto:office@wpz-fgn.com)

---