

KMU und Startups brauchen Kapital – aber welches?

1. Kapitalaufbringung und Innovation als wirtschaftspolitische Herausforderungen

Unter den aktuellen wirtschaftspolitischen Herausforderungen Österreichs spielen zwei Themen eine immer wichtiger werdende Rolle: Erstens, woher wird künftig die zusätzliche Finanzierungsbereitstellung vor allem für kleinere und mittlere Unternehmen inklusive Startups kommen, die ergänzend zur Versorgung über den Bankensektor entstehen muss? Zweitens, wie kann das vorhandene Innovationspotenzial in einem deutlich höheren Ausmaß genutzt und in eine steigende Zahl an Innovationsresultaten übergeführt werden – insbesondere auch solche, die tatsächliche Innovations sprünge und nicht nur graduelle Verbesserungen darstellen? Die Lösung beider Aufgaben ist nicht nur aus unternehmerischer sondern vor allem auch aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive bedeutsam, da sie Einfluss auf Wachstum und Wohlstand des Landes haben wird.¹ Dort, wo das Vorhandensein oder die Erschließung geeigneter Risikokapitalquellen eine Voraussetzung für die verbesserte Nutzung bestehender Innovationspotenziale bildet, sind die beiden Bereiche unmittelbar miteinander verknüpft.

Welches Kapital wofür: Der Bogen an Überlegungen, die zur künftigen Kapitalaufbringung von KMU und Startups anzustellen sind, spannt sich grob skizziert von der Kapitalbereitstellung für reguläre Geschäftstätigkeiten bzw. Geschäftstätigkeiten mit geringerem und exakter planbarem Risiko, über die Finanzierung von weniger risikoreichen Neuerungen (wie gewissen Produkt-, Prozess- oder Marktmodifikationen) bis hin zu sehr risikoreichen Innovationen, bei denen beispielsweise gänzlich neue Produkt- oder Technologiepfade beschritten werden. Die sich aufgrund der Entwicklungen der letzten Jahre abzeichnende Notwendigkeit zur teilweisen Kompensation der bisherigen Kapitalbereitstellung über Banken durch andere Finanzierungsquellen betrifft primär jene Geschäftsbereiche, welche mit eher geringerem und möglichst genau kalkulierbarem Risiko behaftet sind. Dies ergibt sich aus der Rolle der Banken als Fremdkapitalgeber (abgesehen von jener als institutionelle Investoren). Je innovativer und ex ante in ihrem Erfolg schwerer planbar die zu finanzierenden Vorhaben jedoch sind, desto mehr Risikotragungspotenzial muss das für eine Finanzierung infrage kommende Kapital aufweisen – sofern das Risiko des zu finanzierenden Projekts nicht über die Bereitstellung zusätzlicher Sicherheiten durch die Unternehmer reduziert und dadurch auch von diesen getragen wird. Bei kostenintensiven Innovationen insbesondere junger Unternehmen besteht dazu oft allein die Möglichkeit nicht. Nach dem reinen Fremdkapital schließen sich im Sinne höherer Risikotragungsfähigkeit Hybridfinanzierungsinstrumente an, die sowohl Fremd- als auch Eigenkapitaleigenschaften in sich vereinen. Die größte Risikoexponierung kennzeichnet schließlich Eigenkapitalinstrumente. Aber selbst innerhalb dieser Kapitalkategorie gibt es große Unterschiede in Risikoneigung und Risikotragungsbereitschaft, wie beispielsweise zwischen den Aktionären einer börsennotierten Gesellschaft und den Engagements eines Venture Capital² Fonds.

¹ Die aktuelle Frühjahrsprognose des Internationalen Währungsfonds ergab für Österreich eine deutliche Rückstufung der Wachstumserwartungen für das Jahr 2015 auf nur mehr 0,9%, was klar unter dem Eurozonendurchschnitt von 1,5% liegt. Auch bei der längerfristigen Prognose bis 2020 wird das Wachstum in Österreich mit 1,1% unter jenem der Eurozone mit 1,5% gesehen (vgl. dazu IMF 2015, Statistical Appendix, Table A2).

² Venture Capital – nach Kortum und Lerner (2000) – als Eigenkapital oder Equity-linked Investitionen in junge, privat gehaltene Unternehmen, bei denen der Investor im Rahmen seines Engagements typischerweise als Berater, Direktor oder Manager aktiv ist.

Abgleich Instrumentenwahl und Zieldefinition: Wenn Zukunftsperspektiven und volkswirtschaftliche oder unternehmerische Bedeutung neuer Finanzierungsmöglichkeiten wie Crowdfunding oder Crowdlending analysiert werden, wenn andere Möglichkeiten der direkten Zusammenführung von Kapitalangebot und -nachfrage für jüngere und nicht so große Unternehmen geprüft werden, oder wenn Rolle und Ausgestaltung öffentlicher Unternehmensförderungen in Hinblick auf effektive Innovationsunterstützung evaluiert werden, sollte dies vor dem Hintergrund der Frage erfolgen, welche Finanzierungsfunktion ein bestimmtes Finanzierungsinstrument erfüllen kann und es in welchem Ausmaß auch soll. Darauf aufbauend kann in Abhängigkeit von den konkreten wirtschaftspolitischen Zielsetzungen ein Maßnahmenpaket mit passenden Schwerpunkten geschnürt werden, um so den sehr unterschiedlichen unternehmerischen wie auch gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsbedürfnissen zu entsprechen.

2. Bedeutung und Wesen von Innovationen

Innovationen, Wachstum und Startups: Die Wichtigkeit des Entstehens von Innovationen und neuen Technologien für das Überwinden überholter Strukturen und für das (Produktivitäts-)Wachstum in einer Volkswirtschaft ist bekannt.³ Startups stehen dabei mit der Verbreitung einer Reihe fundamentaler technologischer Umwälzungen in direkter Verbindung – wie Halbleiter, Computer, Internet oder umweltfreundliche Technologien. Für die große Bedeutung, die Startups im Zusammenhang mit dem Produktivitätswachstum einer Volkswirtschaft zukommt, gibt es zunehmende Evidenz.⁴

Das Wesen grundlegender Innovationen und ihr Risikogehalt: Da niemand die Wirksamkeit und den Erfolg einer neuen Technologie oder eines völlig neuen Geschäftsmodells im Vorhinein letztgültig beurteilen kann, ist der Weg zu fundamentalen, weitreichenden Innovationen zwangsläufig auch vom Scheitern begleitet. Das heißt, werden in einer Volkswirtschaft grundlegende Innovationen angestrebt, muss eine hohe Wahrscheinlichkeit des Scheiterns in Kauf genommen werden, da sonst keine ausreichend große Experimentierbereitschaft entstehen kann. Auch die Finanzierung grundlegender Innovationen erfordert eine experimentelle Haltung und damit verbunden die Bereitschaft zu scheitern.⁵ Dementsprechend ist das häufigste Ergebnis bei Venture Capital Investitionen der Totalverlust des eingesetzten Kapitals. Resultate empirischer Studien über die Performance von Venture Capital finanzierten Startups kommen etwa zu Zahlen in Bereichen einer 50% Wahrscheinlichkeit für den Verlust des gesamten eingesetzten Kapitals,⁶ bzw. einem Anteil von 10% der getätigten Investitionen, die für 85% der Erträge verantwortlich zeichnen.⁷

Einfluss von Finanzierung auf Innovationstätigkeit und Innovationscharakter: Eine wachsende Zahl an wissenschaftlichen Arbeiten beschäftigt sich damit, die Rolle, die Finanzierung / Finanzintermediäre / Kapitalmärkte für den Innovationsprozess spielen, besser zu verstehen.⁸ Neuere Untersuchungsergebnisse⁹ legen nahe, dass Finanzmärkte bzw. Kapitalgeber nicht nur Friktionen in der

³ Vgl. Aghion und Howitt (1992) oder Schumpeter (1942); "This process of Creative Destruction is the essential fact about capitalism. It is what capitalism consists in and what every capitalist concern has got to live in." (Schumpeter (1942, S. 83).

⁴ Vgl. Foster, Haltiwanger und Syverson (2008).

⁵ Vgl. Nanda und Rhodes-Kropf (2013).

⁶ Vgl. Hall und Woodward (2010).

⁷ Vgl. Sahlmann (2010).

⁸ Vgl. etwa Kortum und Lerner (2000), Mollica und Zingales (2007) oder Samila und Sorenson (2011).

⁹ Vgl. Nanda und Rhodes-Kropf (2013 und 2014) – auch für die empirischen und theoretischen Ergebnisse dieses Absatzes.

Finanzierung von innovativen Vorhaben verringern können, sondern eine viel grundlegendere Rolle in der Verbreitung neuer Technologien spielen dürften, indem Finanzmarktstimmungen und Finanzmarktphasen Auswirkungen auf die Experimentierbereitschaft der Investoren haben. Die Experimentierbereitschaft der Investoren stellt sich als ein entscheidender Kanal dar, über welchen die Finanzmärkte Einfluss auf die Entwicklungen der Realwirtschaft nehmen können. Die empirischen Ergebnisse, welche die Grundlage dieser Schlussfolgerungen bilden, gestalten sich folgendermaßen: Venture Capital finanzierte Startups, die ihre Anfangsinvestition in Phasen positiver oder erhitzter Kapitalmarktstimmung erhalten, weisen einerseits eine höhere Wahrscheinlichkeit auf in Konkurs zu gehen. Andererseits sind aber jene Unternehmen, die es bis zum Börsengang schaffen, höher bewertet und melden mehr sowie wichtigere Patente an als Unternehmen, die in ruhiger oder abgekühlter Kapitalmarktstimmung finanziert werden. Der Schluss liegt somit nahe, dass Venture Capital Investoren während regerer Kapitalmarktphasen in risikoreichere und innovativere Vorhaben (und damit eher am Rand der Verteilung) investieren – aber nicht im Durchschnitt in schlechtere, wie bisher vermutet wurde. Theoretische Modellergebnisse zeigen, dass das Finanzierungsrisiko (als Risiko, keine künftige Finanzierung für ein ansonsten gesundes Unternehmen zu erlangen) stark innovative Vorhaben überproportional trifft und auch auf die Innovation von Startups besonders große Auswirkungen hat.

3. What does it take?

Risikokapital: Zur Finanzierung von grundlegenden Innovationen wird Risikokapital benötigt, im Sinne von Eigenkapital oder Instrumenten, die ebenso wie Eigenkapital entsprechendes Verlusttragungspotenzial aufweisen. Gleichzeitig müssen Investoren, die solches Kapital zur Verfügung stellen, selbst über dieses Verlusttragungspotenzial verfügen und – wenn es sich um ein Finanzinstrument bzw. eine Finanzierungsform mit tragender Rolle innerhalb des Finanzierungssystems handeln soll – das Risiko, das sie eingehen, auch in der einen oder anderen Form bewerten können bzw. ein Dritter mit entsprechender Expertise diese Bewertung für sie vornehmen. Dann kann es dauerhaft zu einer breiteren Investitions- oder Veranlagungskategorie und einem ebensolchen Finanzierungsinstrument werden.

Plattformen im Kontext: Die Kapitalbereitstellung für ein Projekt, bei dem der Anleger zwar über das Verlusttragungspotenzial für die eingesetzte Summe verfügt, aber nicht über professionelle projekt- und unternehmensbezogene Expertise, und zusätzlich vielleicht auch keine ausreichende Risikostreuung über unterschiedliche Projekte hinweg erfolgt (diese Punkte würden auf manches Crowdinvesting Engagement zutreffen), wird eher eine interessengetriebene, singuläre Entscheidung denn eine breitere Veranlagungsstrategie zum Vermögensaufbau sein. Der Bewusstseinsbildung in Richtung Risikokapitalbereitstellung dürfte sie jedoch in jedem Fall dienen. Selbiges gilt grundsätzlich für Fremdkapitalaufbringung über die Crowd. Zur breiteren Investitionsalternative wird die Fremdkapitalbereitstellung über die Crowd erst dann, wenn (wiederum von einem spezialisierten Dritten, wie dem Betreiber einer Kreditplattform) eine professionelle Vorselektion, Aufbereitung und Bewertung der Kreditanträge inklusive Möglichkeiten zur Risikostreuung bereitgestellt wird. Diese kann im Vergleich zur Beurteilung von Risikokapitalengagements jedoch mit wesentlich standardisierteren und automatisierteren Routinen erfolgen.

Venture Capital Fonds und Business Angels: Venture Capital Fonds und Business Angels, die das Vermögen von Kapitalgebern oder ihr eigenes investieren, bringen als professionelle Risikokapitalgeber neben Finanzmitteln und Fachwissen in der Regel außerdem Managementexpertise in die jungen Unternehmen ein, bei denen sie sich engagieren. Aufgrund der Vielzahl an Herausforderungen, welche junge, innovative Unternehmen bewältigen müssen, ist eine solche Unterstützung von großer Bedeutung. Gleichzeitig erlaubt sie den Kapitalgebern genaue Einblicke und die Möglichkeit der Mitgestaltung auf die Entwicklung ihrer getätigten Investitionen. Gegeben die bekannt geringe Ausprägung dieses Finanzmarktsegmentes in Österreich in Verbindung mit seiner Bedeutung für die Finanzierung und Dynamisierung von grundlegender Innovationstätigkeit ist dessen ambitionierte Entwicklung von großer Wichtigkeit. Die von der Regierung im März 2015 angekündigte Neustrukturierung der Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft würde beispielsweise als ein Ansatzpunkt im Rahmen eines breiteren Maßnahmenbündels hierunter fallen. Die unterschiedlichen Risikokapitalengagements der *austria wirtschaftsservice (aws)* verstehen sich hingegen als Kompensation fehlender privatwirtschaftlicher Investitionen durch die öffentliche Hand und sollen bestehendes Marktversagen adressieren. Die Jahresinvestitionssumme in Venture Capital für KMU inklusive Startups liegt *aws*-Angaben zufolge bei nur rund EUR 31 Mio. (von den EUR 309 Mio. an über die gesamte Investitionsperiode gebundenem Venture Capital entfallen EUR 196 Mio. auf die *aws*).¹⁰

Die Börse: In Ergänzung zur Finanzierung durch Risikokapitalgeber bedarf es für nachgelagerte Finanzierungsschritte, die zu einem späteren Entwicklungszeitpunkt eines innovativen Unternehmens anstehen – oder überhaupt auch für bereits etablierte Unternehmen – eines Kapitalmarkts mit ausreichender Attraktivität, Marktkapitalisierung und Liquidität. Wenn etwa Venture Capital Fonds oder Business Angels in junge Unternehmen investieren, geschieht dies in der Regel für einen begrenzten Zeitraum, nach dem die Investoren wieder aus dem Unternehmen aussteigen und im Erfolgsfall ihre Kapitalbeteiligung verwerten wollen. Dies kann über den direkten Verkauf von Beteiligungen an große Investoren oder durch die Platzierung über eine Börse erfolgen. Damit die Wiener Börse in diesem Zusammenhang für Unternehmen eine attraktive Rolle spielen kann (und im selben Maß für Investoren), benötigt sie in der aktuell herrschenden Situation deutliche Wachstumsimpulse. Wie die Beispiele deutscher Mittelstandsbörsen in den letzten paar Jahren jedoch ebenfalls gezeigt haben, kommt der weitblickenden und sorgfältigen Gestaltung eines börslichen Mittelstandssegments große Bedeutung zu, da es sonst sehr rasch zu massiven Vertrauensverlusten und Reputationsschäden für den jeweiligen Markt sowie die dort notierten Unternehmen kommen kann (ganz abgesehen von den finanziellen Folgen für die Anleger).¹¹

Förderungen in Perspektive: Die international weitverbreitete, wirtschaftspolitische Praxis, an Unternehmen monetäre Unterstützungsleistungen zu gewähren – mit dem Ziel das Prosperieren der

¹⁰ Vgl. *aws* (2015).

¹¹ Das deutsche Handelsblatt (2014a) berichtete bereits Ende August 2014, dass von den 134 Unternehmen, die seit 2010 bis dahin an einer der 5 deutschen Mittelstandsbörsen (München, Hannover, Stuttgart, Düsseldorf und Frankfurt) durchaus hohe Kapitalsummen von Anlegern eingesammelt hatten, zu diesem Zeitpunkt schon 15 zahlungsunfähig waren (also ca. 11 Prozent) – und die Ausfallsreihe war danach nicht beendet. Manch namhaftes Unternehmen dachte aus Sorge um das eigene Finanzierungsimago darüber nach, seine Anleihen an den Mittelstandsbörsen nicht zu verlängern. Im Oktober 2014 verwies das Ratingunternehmen Scope auf steigende Refinanzierungsrisiken bei deutschen Mittelstandsanleihen, da bis 2018 EUR 5,4 Mrd. zur Rückzahlung fällig sind. Dennoch geht man davon aus, dass der deutsche Markt für Mittelstandsanleihen grundsätzlich bestehen bleibt, allerdings mit notwendigen Anpassungen (Handelsblatt 2014b und 2014a). Diese haben bereits begonnen.

Wirtschaft eines Landes durch die öffentliche Hand zu fördern – veranlasste ein US-Wissenschaftlerteam um William Kerr¹² dazu, die Wirkungen solcher Eingriffe auf langfristiges Wachstum und Wohlstand näher zu untersuchen. Die Modellergebnisse zeigen, dass Unterstützungsleistungen für Forschung und Entwicklung wie auch für laufende Kosten an bereits etablierte Unternehmen das Wachstum verringern. Sie begünstigen das Überleben oder die Expansion dieser Unternehmen zulasten von innovativen Neueintritten in den Markt. Unterstützungsleistungen für neueintretende Unternehmen haben zwar einen positiven Effekt, allerdings einen sehr geringen. Vielmehr wäre es deutlich wirksamer, Neueintritte nicht durch finanzielle Zuwendungen zu begünstigen, sondern dafür Sorge zu tragen, dass Ressourcen nicht von ineffizienten, bestehenden Marktteilnehmern gebunden werden und sich stattdessen frei an die beste Entfaltungsstelle im System bewegen können. Die Modellergebnisse warnen auch vor der Schlussfolgerung, dass – wenn das Investitionsniveau in Forschung und Entwicklung zu gering ist – Forschung und Entwicklung in Unternehmen generell unterstützt werden soll.

Die Schweiz als erfolgreicher Wissenschafts- und Innovationsstandort konzentriert sich auf die Finanzierung der universitären Forschung (oder „Grundlagenforschung“), während sie die Finanzierung der anwendungsorientierten Forschung in den Unternehmen diesen selbst überlässt. Auch eine vorgegebene Innovationspolitik wird dem Staatssekretär für Bildung, Forschung und Innovation zufolge nicht betrieben.¹³ Stattdessen werden optimale Rahmenbedingungen geschaffen, in denen sich hervorragende Leistungen entfalten können. In Österreich ist das öffentliche Förderwesen für Unternehmen ein ausgeprägtes, und die eingesetzten Mittel etwa zur Förderung von Forschung und Entwicklung von bzw. für Unternehmen sind nennenswert.¹⁴ Ein näherer Blick in die aus dem Fördersystem in all seinen Dimensionen (wie thematische Schwerpunktsetzungen, Antrags- und Vergaberoutinen, Kriterien für Sachverständigen- bzw. Gutachterselektionen, Finanzierungsinstrumente, Quantifizierung des administrativen Aufwands, etc.) resultierenden Auswirkungen auf Wirtschaftsstruktur, Wettbewerbsfähigkeit und Wachstum des Landes wäre wünschenswert.

Literaturverzeichnis

Acemoglu, D., Acikigit, U., Bloom, N. and W. Kerr (2013), Innovation, Reallocation and Growth, Harvard Business School Working Paper, No. 13-088, April 2013. (NBER Working Paper Series, No. 18993, April 2013.)

Aghion, P. and P. Howitt (1992), A model of growth through creative destruction. *Econometrica* 60, 323-351.

austria wirtschaftsservice (aws 2015), Venture Capital and Firm Performance, Präsentation Bernhard Sagmeister, 19. Jänner 2015.

Der Standard (2015), Geradezu paradiesisches Innovationsklima in der Schweiz, 7. Mai 2015.

¹² Vgl. hierzu Acemoglu et al. (2013).

¹³ Vgl. Der Standard (2015).

¹⁴ Die Österreichische Forschungsförderungsgesellschaft (FFG) als nationale Förderinstitution für die unternehmensnahe Forschung und Entwicklung in Österreich hat im Jahr 2014 EUR 460 Mio. an Förderungen ausbezahlt (FFG 2015).

Foster, L., Haltiwanger, J. and C. Syverson (2008), Reallocation, firm turnover, and efficiency: selection on productivity or profitability, *American Economic Review* 98, 394-425.

Hall, R.E. and S.E. Woodward (2010), The burden of the nondiversifiable risk of entrepreneurship, *American Economic Review* 100, 1163–1194.

Handelsblatt (2014a), Pleitesegment Mittelstandsanleihen: Der deutsche Mittelstand ramponiert sein Image, 29. August 2014.

Handelsblatt (2014b), Mittelstandsanleihen, Golden Gate markiert Pleite Nummer 23, 7. Oktober 2014.

International Monetary Fund (IMF 2015); *World Economic Outlook*, April 2015

Kortum, S. and J. Lerner (2000), Assessing the impact of venture capital on innovation, *RAND Journal of Economics* 31, 674-692.

Mollica, M. and L. Zingales (2007), The impact of venture capital on innovation and the creation of new businesses, Unpublished working paper, University of Chicago.

Nanda, R. and M. Rhodes-Kropf (2013), Investment Cycles and Startup Innovation, *Journal of Financial Economics* 110, 403-418.

Nanda, R. and M. Rhodes-Kropf (2014), Financing Risk and Innovation, Harvard Business School Working Paper, No. 11-013, March 2014.

Österreichische Forschungsförderungsgesellschaft (FFG 2015), Pressekonferenz anlässlich der Präsentation der Bilanz 2014, 26. März 2015 (<https://www.ffg.at/presse/PK-Bilanz-2014>).

Sahlman, W. (2010), Risk and reward in venture capital, Harvard Business School Note 811-036, pp. 1-37.

Samila, S. and O. Sorenson (2011), Venture capital, entrepreneurship, and economic growth, *Review of Economics and Statistics* 93, 338–349.

Schumpeter, J. (1942), *Capitalism, Socialism, and Democracy*. Harper, New York, NY.

LBMS Advisory Services GmbH, Lindengasse 15/3/3, 1070 Wien, Österreich; Telefon: +43-1-990 33 59-0, E-Mail: office@lbms.at, Web: www.lbms.at; FN: 417881g, Firmenbuchgericht: Handelsgericht Wien

Unternehmensgegenstand: Unternehmensberatung, Mitglied der Wirtschaftskammer Wien, Fachgruppe Unternehmensberatung und Informationstechnologie

Behörde gem. ECG (E-Commerce Gesetz): Magistratisches Bezirksamt des VII. Bezirks
Anwendbare Vorschriften: Gewerbeordnung (GewO), abrufbar unter www.ris.bka.gv.at

LBMS Publikationen sind auf Informationsbereitstellung zu gesamt- und finanzwirtschaftlichen Themen und Entwicklungen auf internationaler, europäischer wie nationaler Ebene ausgerichtet. Sie sind unabhängig von politischen Parteien, Institutionen und Interessensgruppen und zur Erscheinung in unregelmäßigen Abständen vorgesehen.

Die Inhalte werden mit größtmöglicher Sorgfalt erstellt, dienen aber nur allgemeinen Informationszwecken und beinhalten keinerlei wie auch immer geartete Beratung oder Empfehlung. Die LBMS Advisory Services GmbH übernimmt keinerlei Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der enthaltenen Informationen, Angaben und etwaig zum Ausdruck gebrachter Meinungen sowie für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art (sowohl unmittelbarer als auch mittelbarer), die aus oder im Zusammenhang damit entstehen.