



Risikokapital in Österreich

Ein Flaschenhals im österreichischen Innovationssystem?

Helmut Gassler und Richard Sellner

Institut für Höhere Studien, Abteilung Ökonomie & Finanzwirtschaft

Risikokapital stellt eine wichtige Finanzierungsquelle für das Wachstum von jungen, innovativen Unternehmen dar. Öffentliche Förderungen sowie interne Finanzierungsquellen allein können in vielen Fällen den Kapitalbedarf derartiger Unternehmen nicht zur Gänze abdecken. Österreich weist in Bezug auf Risikokapital seit jeher eine deutliche Lücke zu vergleichbaren Ländern auf. Im Rahmen dieses Policy Briefs plädieren wir für eine systemische Betrachtung der Rolle von Risikokapital innerhalb des Ökosystems der Gründungslandschaft und argumentieren, dass gerade die mangelhafte Verfügbarkeit von Risikokapital einen Flaschenhals für die Dynamisierung des Gründungssystems in Österreich darstellt.

Einleitung

Nach dem beeindruckenden *Catching-up* Prozess Österreichs bezüglich seiner Performance des Innovationssystems in den vergangenen Jahren (dokumentiert am raschen Anstieg der F&E-Quote sowie der Zahl der F&E-aktiven Unternehmen) scheint Österreich in der Position als *Innovation Follower* festgefahren zu sein.¹

Die aktuelle FTI-Strategie der österreichischen Bundesregierung aus dem Jahr 2011 formuliert daher explizit das Ziel, die österreichische Startup-Szene (hier verstanden als innovations- und technologieorientierte Gründungen mit entsprechendem Wachstumspotential) anzukurbeln und die in der Literatur immer wieder betonten positiven Effekte derartiger Gründungen (z.B. Beitrag zum technologischen Wandel, Beschäftigungswirkung, Wachstumswirkung, Wettbewerbswirkung) zu forcieren. Zur Ankerbelegung des innovations- und technologieorientierten Gründungsgeschehens existiert ein umfangreiches und differenziertes Förderungssystem, das auf unterschiedlichen, sich komplementär ergänzenden Maßnahmen und Instrumenten beruht, die von Awareness-, Beratungs- und Infrastrukturmaßnahmen bis hin zu direkten monetären Unterstützungen (in verschiedensten instrumentellen Ausprägungen) reichen und dessen institutionelle Säulen die beiden großen Förderagenturen des Bundes, nämlich die Austria Wirtschaftsservice GmbH (aws) sowie die Forschungsförderungsgesellschaft (FFG), bilden. Dieses Fördersystem findet auch bei internationalen Beobachtern bzw. Organisationen (z.B. OECD) regelmäßig

¹ Vgl. dazu auch die laufenden Monitoringberichte des österreichischen Rates für Forschung und Technologieentwicklung (Bericht zur wissenschaftlichen und technologischen Leistungsfähigkeit Österreichs, 2012ff).

Anerkennung und kann als ein *Good practice*-Beispiel für einschlägige Unterstützungsmaßnahmen betrachtet werden.

Allerdings ist die öffentliche Förderung von derartigen Unternehmensgründungen nur eine Seite der Medaille, denn nach erfolgter Gründung und erstem Aufbau des Unternehmens folgt eine weitere kritische Phase der Unternehmensentwicklung, nämlich die Skalierung der Geschäftsidee und deren Weiterentwicklung bzw. deren Umsetzung für die potentiellen Märkte, wobei (aus Sicht der Wirtschaftspolitik) ein entsprechendes Unternehmenswachstum (d.h. Übergang zu einem rasch wachsenden Unternehmen, sogenannte „Gazellen“) angestrebt werden sollte. Für diese Phase wird jedenfalls eine entsprechende Kapitalausstattung benötigt, die vom Umfang her gerade bei (kapitalintensiveren) technologieorientierten Gründungen (insbesondere in Bereichen wie Biotech, Medizintechnik und Umwelttechnik) nicht mehr mit öffentlichen Förderungen (allein) abzudecken ist. Nun sind es aber gerade die besonders technologieorientierten Geschäftsideen, die aufgrund ihres Innovations Springs mit hohem Risiko und Unsicherheit behaftet sind. In Verbindung mit anderen Ursachen (z.B. fehlendem *track record*, keine bzw. kaum vorhandene liquidierbare Assets im Falle des Scheiterns, Informationsasymmetrien etc.) führt dies dazu, dass eine Fremdkapitalfinanzierung in Form von Bankenkrediten in derartigen Fällen kaum bis gar nicht möglich ist.

Eine Möglichkeit, diese Lücke hinsichtlich der *early stage*-Finanzierung zu schließen stellt der private (Risiko-)Kapitalmarkt (in Form von institutionellen Risikokapitalfonds und/oder privaten *Business Angels*) dar. Diese privaten Kapitalgeber stellen innovativen, erfolversprechenden Unternehmen nach entsprechender Prüfung der Aussichten der Geschäftsidee gegen eine Beteiligung am Unternehmen Kapital (und meist auch Knowhow) zur Verfügung, wobei sie die Absicht verfolgen, ihre Beteiligung nach einer bestimmten Zeitspanne (üblicherweise maximal zehn Jahre) mit entsprechendem Gewinn wieder zu veräußern. Empirischen Studien zufolge weisen risikokapital-finanzierte Unternehmen eine kürzere *time-to-market*-Phase (Hellman und Puri, 2000), einen höheren Professionalisierungsgrad (Hellman und Puri, 2002), eine stärkere Innovationsperformance (Kortum und Lerner, 2000) und ein schnelleres Beschäftigungswachstum (Bertoni, Colombo und Grilli, 2011) auf. Zudem erleichtert die VC-Finanzierung den Unternehmen via Signalwirkung die weitere Aufnahme von Fremdkapital und einen schnelleren Börsengang (Sorensen, 2007).

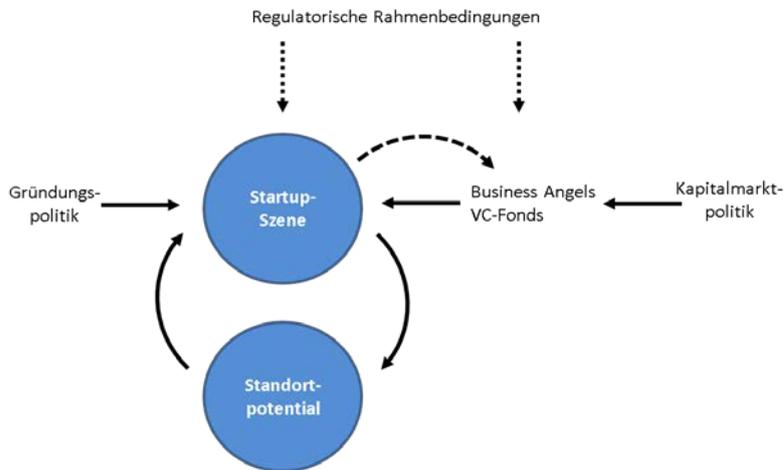
Zum österreichischen Gründungs-Ökosystem

Seit geraumer Zeit wird in der Literatur eine systemische Betrachtung der Gründungslandschaft sowie seiner institutionellen Rahmenbedingungen propagiert (Schramm, 2006; OECD, 2014; Acs et al., 2014): „Remember that entrepreneurial activity does not exist in a vacuum“ (Lerner, 2010, S. 261). Als „*entrepreneurial ecosystem*“ kann dabei die Gesamtheit der Individuen und Institutionen sowie deren Interaktionen, die in verschiedenster Art und Weise Ausmaß und Struktur der Gründungsaktivitäten bestimmen, verstanden werden (siehe Abbildung 1).

Neben den (potentiellen) GründerInnen selbst zählen Inkubatoren wie z.B. Universitäten und sonstige Forschungseinrichtungen, Förderinstitutionen, regulative bzw. administrative Rahmenbedingungen, *Business Angels* und institutionelle Risikokapitalgeber, spezialisierte Dienstleister (z.B. Steuerberater oder Juristen mit einschlägiger Spezialisierung) als Elemente dieses Ökosystems. Zu betonen ist, dass vor allem das Ausmaß und die Qualität der Interaktionen zwischen diesen Akteuren bzw. Institutionen die Qualität und Dynamik eines derartigen Ökosystems bestimmt. Viele dieser Interaktionen erfolgen dabei über (auch informelle) personelle Netzwerke, wodurch sogenanntes „Sozialkapital“ generiert wird. Für die Ausgestaltung der Politik hat diese systemische Betrachtung zur Folge, dass die einzelnen Politikelemente (Gründungsförderung, Risikokapitalmarktpolitik, Rahmenbedingungen etc.) optimal aufeinander

abgestimmt sein sollten. Fehlt eine Komponente (z.B. Risikokapitalmarkt bzw. -politik) hat das wiederum negative Effekte auf die anderen Komponenten.

Abbildung 1: Schematische Darstellung eines Gründungs-Ökosystems

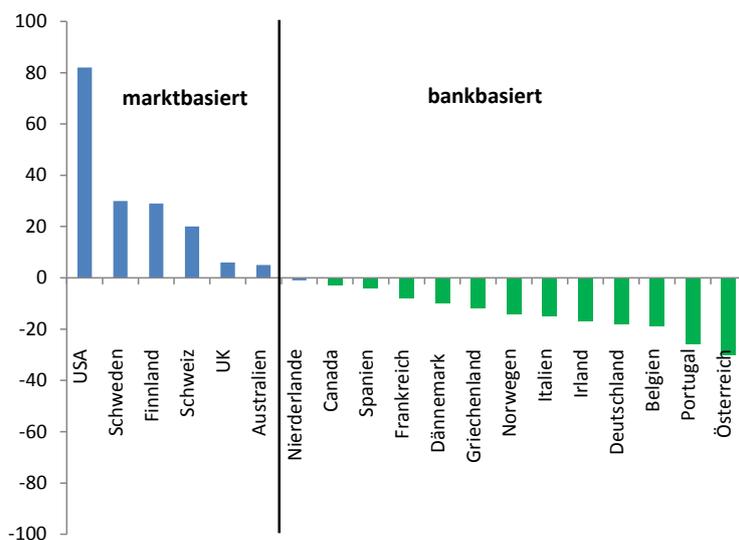


Quelle: Eigene Darstellung.

Risikokapital als Lücke im Gründungs-Ökosystem Österreichs?

Im Vergleich zu den in Bezug auf die Verfügbarkeit von Risikokapital (Anteil am BIP) führenden Ländern, nämlich Israel und die USA, sind die meisten Länder Europas deutlich im Rückstand. Der Risikokapitalmarkt hat hier eine geringere Tradition und insbesondere in den traditionell korporatistisch ausgerichteten Ländern Kontinentaleuropas (wie z.B. Österreich und Deutschland) ist eine entsprechende Risikokapitalkultur nur in sehr geringem Umfang ausgeprägt. Hier wird die Unternehmensfinanzierung durch Fremdkapital (Bankenkredite) dominiert (siehe Abbildung 2) und die mittelständische Struktur der Unternehmen (hoher Anteil an familiengeführten Klein- und Mittelunternehmen) führt dazu, dass vielfach auch die Nachfrage nach Risikokapital begrenzt ist (z.B. weil die Eigentümerfamilien den durch die Herannahme von externem Risikokapital bedingten Kontrollverlust vermeiden wollen).

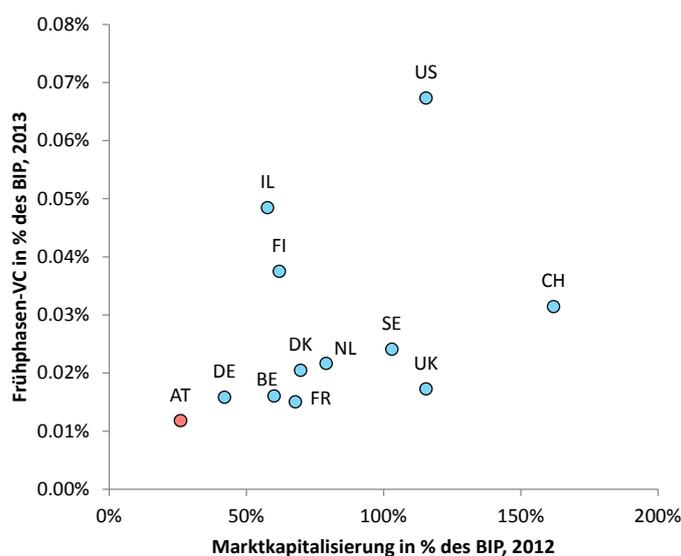
Abbildung 2: Index Finanzmarktstruktur



Quelle: Adaptiert von Saillard und Url (2011).

Insgesamt ist also der Risikokapitalmarkt in Kontinentaleuropa produktzyklisch als „junger“ Markt zu betrachten bzw. befindet sich dieser Markt in vielen Ländern erst in einem „infant“ Stadium. Gerade für Österreich gilt, dass sich der Risikokapitalmarkt auch während vergangener „hypes“ (z.B. *new economy boom* der späten 1990er Jahre, Konjunkturhause bis 2007) erst verzögert dynamisiert hat und im Zusammenbruch dieser jeweiligen Boomphasen dann beinahe gänzlich ausgetrocknet ist (z.B. dramatischer Rückgang des Fundraisings im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise in 2008 und den darauf folgenden Jahren und weitgehendes Aussteigen wichtiger institutioneller Akteure wie z.B. Banken, Versicherungen, Pensionskassen etc.). Neben diesem Rückgang der verfügbaren Risikokapitalmittel generell wurden auch die noch aktiven VC-Fonds risikoaverser und verlagerten ihre Tätigkeit verstärkt in spätere Phasen (siehe Wilson und Silva, 2013). Gerade Österreich ist durch eine sehr geringe Verfügbarkeit von Risikokapital (gemessen als Anteil am BIP) geprägt, ein Umstand, der auch in die regelmäßige Berichterstattung des Innovation Union Scoreboard (IUS) der Europäischen Kommission einfließt und mit dazu beiträgt, dass Österreich gegenüber den *Innovation Leader*-Ländern (Dänemark, Schweden, Finnland und Deutschland) nachhinkt (vgl. Abbildung 3). Beispielsweise erreicht Österreich im IUS 2014 bezüglich Risikokapitalinvestitionen lediglich 48 % des EU-Durchschnittswertes (zum Vergleich: Die *Innovation Leader* Dänemark, Schweden und Finnland liegen alle etwas über 100 %, Deutschland bei 80 %).

Abbildung 3: Marktkapitalisierung und Frühphasen-VC



Quelle: Eigene Darstellung; EVCA Yearbook 2014, World Bank Database.

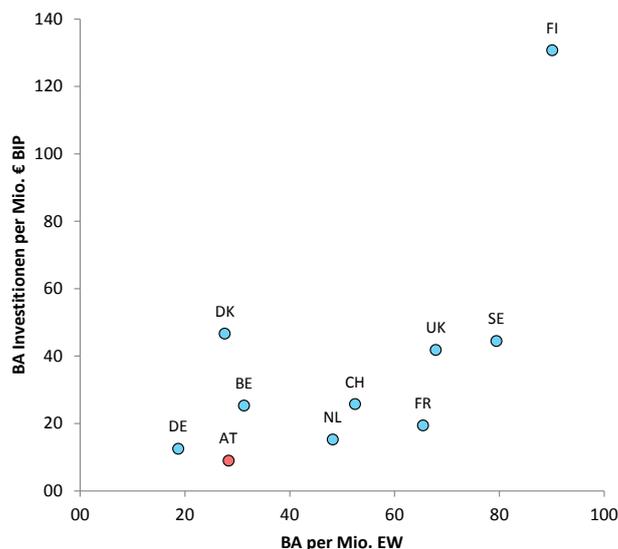
Business Angels

In jüngster Zeit haben neben institutionellen VC Fonds auch Privatpersonen in Form von *Business Angels* (bzw. Netzwerke von Privatpersonen als *Business Angel Groups*) eine zunehmende Rolle als Risikokapitalgeber eingenommen. Dies trifft gerade auf die Frühphasen des Unternehmensaufbaus zu, wo einerseits der Kapitalbedarf vergleichsweise gering ist, aber andererseits die Investitionsbereitschaft von institutionellen VC-Fonds noch nicht gegeben ist. Neben ihrer Rolle als Bereitsteller von Risikokapital (Finanzierungsfunktion) bringen *Business Angels* aber noch zusätzliche intangible Ressourcen in ein neu gegründetes Unternehmen ein. Üblicherweise können *Business Angels* auf einen umfangreichen unternehmerischen Erfahrungsschatz zurückgreifen und bringen neben einschlägigem Branchenwissen auch Kontakte und Netzwerkbeziehungen (Sozialkapital) in die Unternehmen ein: „*There is an increasing recognition ... that business angels play a very important and increasing role in the ecosystem as they not only provide funding (supply side) but also experience, credibility, contacts and connections that improve*

the flow of high-quality firms available to the VC sector (demand side)“ (Duruflé, 2010, S. 17). Unter Umständen besitzen *Business Angels* als „serial entrepreneurs“ selbst einschlägiges Knowhow für den Aufbau eines Start-ups, das sie direkt in das neu gegründete Unternehmen einbringen können. Gibt es eine genügend große Anzahl derartiger *Business Angels* kann ein sich selbst verstärkender Prozess in Gang gesetzt werden: Vergangener Erfolg (und das entsprechende damit verbundene Kapital) wird wiederum in potentielle, zukünftige Erfolge (re-)investiert. Die zunehmende Bedeutung von *Business Angels* zeigt sich auch an der wachsenden Zahl von *Business Angels*. Die Anzahl der von der aws im Programm i2² eingetragenen *Business Angels* hat in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen. Während gegen Ende der 90er erst unter 50 registrierte *Business Angels* im Netzwerk waren, stieg diese Zahl mittlerweile auf über 200 (Jahr 2013). Diese Zunahme zeigt sich auch bezüglich der im *European Business Angel Network* (EBAN) registrierten Investoren, deren Zahl im Jahr 2013 ca. 240 betrug.

Allerdings ist zu beobachten, dass die von Seiten der österreichischen *Business Angels* getätigten Aktivitäten in Relation zum BIP im internationalen Vergleich noch sehr gering sind und deutlich unter jenen in anderen europäischen Ländern wie z.B. Finnland, Irland, Schweden oder Großbritannien liegen. Auch die Zahl der *Business Angels* gemessen an der Gesamtbevölkerung liegt in Österreich unter dem Niveau zahlreicher europäischer Länder (siehe Abbildung 4).

Abbildung 4: Business Angel-Aktivitäten in ausgewählten Ländern, 2013



Quelle: Eigene Darstellung; EBAN Statistics Compendium 2014, Eurostat, World Bank Database.

Von Seiten der Wirtschaftspolitik der OECD-Länder wurde diese Bedeutung von *Business Angels* für die Gründungsszene explizit anerkannt und spezifisch zugeschnittene Programme und Instrumente zur Unterstützung von *Business Angels* eingerichtet. Beispiele für solche Instrumente sind steuerliche Erleichterungen bzw. Anreize für Risikokapitalinvestitionen von *Business Angels*, *Co-Investment Funds*, die das private Investment hebeln, *Matching Services*, *Business Angel Networks* etc. Auch in Österreich finden sich derartige Instrumente, wie z.B. das von der aws abgewickelte i2 Programm (*Matching Service*) oder jüngst die Kooperation der aws mit dem *European Investment Fund* (EIF), das die Investments privater *Business Angels* unter bestimmten Bedingungen mit öffentlichen Mittel aufstockt.

² Das Programm i2 der aws bietet ein *Matching Service* zwischen Geschäftsideen (Unternehmen in der Frühphase) und interessierten Investoren (*Business Angels*) an.

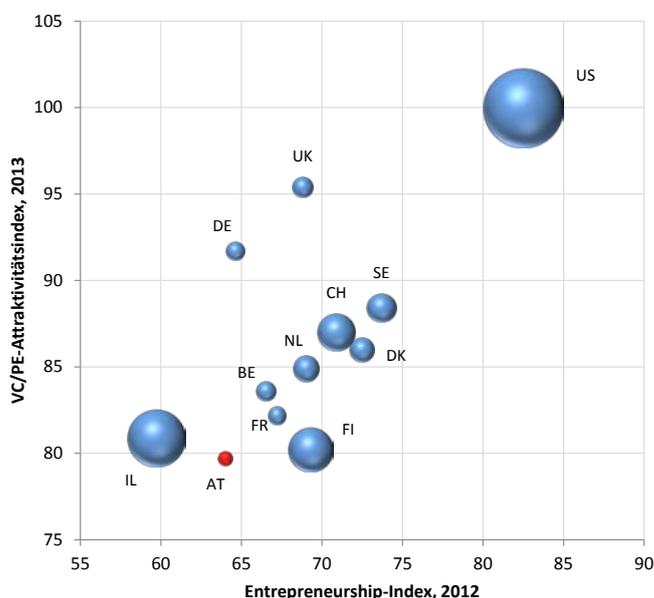
Synthese: Ökosystem VC- und Gründerszene

Der VC-Markt wird heute als eingebettetes Subsystem eines größeren Ökosystems (*entrepreneurial ecosystem*) betrachtet. Querverbindungen wie zum Innovationssystem insgesamt sind dabei ebenso relevant wie die Gründungspolitik und rechtliche Rahmenbedingungen. Im Folgenden soll daher das VC-Aufkommen durch synthetisierte Indikatoren im Sinne eines derart verstandenen Gesamtsystems dargestellt werden.

Ein aktueller Indikator, der sich für eine systemische Einschätzung anbietet, ist der „*Global Entrepreneurship and Development Index*“ (GEDI) von Ács et al. (2014). Dieser *Entrepreneurship Index* umfasst eine Vielzahl an individuellen und makroökonomischen Variablen entlang diverser Dimensionen („*ease of doing business*“, Anteil der Bevölkerung mit Gründungsambitionen, technologische Absorptionsfähigkeit eines Landes, Tiefe des Kapitalmarktes, Marktgröße etc.) mit dem Ziel, das Zusammenspiel individueller unternehmerischer Ambitionen mit den im jeweiligen Land vorhandenen institutionellen Bedingungen zu charakterisieren. Durch die Gestaltung dieses Indikators mittels eines „*Bottleneck-Penalty*“-Ansatzes werden jedoch die nationalen Stärken in einzelnen Feldern durch die Schwächen in anderen bestraft, womit sich die Gesamtwertung verringert. Höhere Werte deuten auf ein ausgewogeneres Zusammenspiel aller Einflussfaktoren hin (d.h. es gibt auch weniger zentrale *Bottlenecks*). Eine Verbesserung des Indikators lässt sich somit am effektivsten durch die Beseitigung dieser sogenannten Flaschenhalse bewerkstelligen

Einen weiteren systemischen Indikator mit Fokus auf Eigenkapitalattraktivität stellt der von Groh et al. (2013) entwickelte VC/PE-Attraktivitätsindex dar (siehe Abbildung 5). Dieser umfasst neben dem generellen ökonomischen Umfeld die Bereiche Kapitalmarktstärke, Steuern, Investorenschutz, Human- und Sozialumfeld und unternehmerische Kultur bzw. *Deal Opportunity*. Ziel dieses Index ist die Messung der Attraktivität eines Landes, Risikokapital anzuziehen.

Abbildung 5: Systemische Indikatoren und VC-Frühphasenfinanzierung



Quelle: Eigene Darstellung; Entrepreneurship-Index aus Ács et al. (2014); VC/PE-Attraktivitätsindex aus Groh et al. (2013); Frühphasen-VC in % des BIP aus EVCA Yearbook 2014.

Anmerkung: Die Größe der Kugeln gibt das Frühphasen-VC in % des BIP für 2013 an.

Es zeigt sich, dass diese Gesamtsystemindikatoren eine gute Bewertungsgrundlage bieten. So ist eine Vielzahl an Faktoren für einen aktiven VC-Markt wichtig, wohingegen Flaschenhalse in bestimmten Be-

reichen die Gesamtpformance gefährden können. Beispielsweise zeigt sich, dass die Kapitalmarktweite in Österreich unterdurchschnittlich ausgeprägt ist. Auch die *Entrepreneurship-Kultur* Österreichs wird im Vergleich zu anderen Ländern als verbesserungsfähig betrachtet. Insgesamt liegt Österreich somit - sowohl was die *Entrepreneurship-Kultur* als auch was die Attraktivität für VC betrifft - am unteren Ende der Vergleichsländer. Dies bekräftigt die These, dass sich die Schwächen Österreichs hinsichtlich dieser beiden Dimension gegenseitig verstärken, d.h. *Bottlenecks* in beiden Bereichen führen dazu, dass Österreich in einer vergleichsweise ungünstigen Situation verhaftet bleibt.

Bausteine für eine österreichische Risikokapitalmarktpolitik

Nicht zuletzt infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise wurden in zahlreichen OECD-Ländern wirtschaftspolitische Programme umgesetzt, die öffentliche Unterstützungsmaßnahmen des privaten Risikokapitalmarkts beinhalten bzw. verstärken. Der Rückgang des Angebots an privatem Risikokapital und die Befürchtung, dass es aufgrund verschärfter Kreditbedingungen von Seiten der Banken zu Finanzierungsrestriktionen selbst für jene Unternehmen, die prinzipiell Wachstumspotential aufweisen, kommen würde, waren wichtige Auslöser dieses wirtschaftspolitischen Trends, der letztlich auch dazu führte, dass heute in Europa (und v.a. auch in Österreich) die öffentliche Hand selbst einer der bedeutendsten Quellen für Risikokapital darstellt. Jüngsten Zahlen zufolge kamen im Jahr 2013 ca. 40 % des Risikokapitals in Österreich aus öffentlichen Quellen (gegenüber lediglich 14 % im Vorkrisenjahr 2007)³.

Bezüglich der wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Ankurbelung des Risikokapitalmarkts kommen die verschiedensten Instrumente zum Einsatz, die sich grob wie folgt typisieren lassen:

- Direkte Bereitstellung von Risikokapital von Seiten der öffentlichen Hand via öffentlich finanzierte Beteiligungsfonds,
- Co-Investment Fonds mit öffentlicher Beteiligung,
- *Fund-of-Funds*-Ansatz (die öffentliche Hand beteiligt sich an privaten Fonds),
- Steuerliche Anreize verschiedenster Ausprägungen für Risikokapitalinvestitionen.

Die Ergebnisse einer aktuellen OECD-Studie zeigen (Wilson und Silva, 2013), dass öffentliche Fördermaßnahmen in Bezug auf den Risikokapitalmarkt weit verbreitet sind und zuletzt deutlich ausgeweitet wurden. Dreizehn OECD-Staaten weisen direkte öffentliche Beteiligungsfonds auf⁴, in 21 (von 32 antwortenden) OECD-Staaten finden sich Co-Investmentfonds und ebenfalls 21 OECD-Länder wiesen *Fund-of-Funds* auf. Allein in acht OECD-Ländern (darunter auch Österreich) wurde in den vergangenen Jahren ein derartiges Instrument neu etabliert. Darüber hinaus wurde auch das quantitative Volumen von bereits existierenden *Fund-of-Funds*-Instrumenten in etlichen Ländern ausgeweitet. Die direkten Interventionen in Form von öffentlichen Beteiligungsfonds haben dabei gegenüber den indirekten Modellen (*Fund-of-Funds*, Co-Investments) an Boden verloren: „*There has been an increase in the use of equity instruments in OECD countries but the focus has shifted from government equity funds investing directly to more indirect models such as co-investment funds and fund-of-funds. These later approaches seek to leverage private investment and a number of OECD countries are experimenting with different incentive structures.*“ (OECD, 2014, S. 3). Diese indirekten Modelle werden in der Literatur mittlerweile auch als *good practice* angesehen (Duruflé, 2010, S. 16): „*Independently managed funds of funds triggered by a government allocation appear increasingly as one of the best ways to attract private sector LPs of all sizes into the asset class and to support a more diversified ecosystem which is not dominated by one government funded source of capital.*“

³ Economist, 2014, May 17th-23rd, p. 62 basierend auf Daten der European Private Equity and Venture Capital Association.

⁴ In dieser Zahl ist der österreichische aws-Gründerfonds, der im Jahr 2013 eingerichtet wurde, noch nicht enthalten.

Lerner (2010) formuliert folgende allgemeine Richtlinien bzw. Grundsätze, die als kritisch für den Erfolg der entsprechenden VC-Politiken angesehen werden können:

- *„Remember that entrepreneurial activity does not exist in a vacuum“*: Im Rahmen eines systemorientierten Politikansatzes (*entrepreneurial eco-system*) sollten die einzelnen Politikelemente (Gründungsförderung, Risikokapitalmarktpolitik, Rahmenbedingungen etc.) optimal aufeinander abgestimmt sein und alle Phasen des Unternehmensentwicklungsprozesses abdecken. Ziel ist es, einen leistungsfähigen Risikokapitalmarkt im Tandem mit dem Aufbau der jeweiligen Gründer- und Startup-Szene zu entwickeln (*„co-evolution“*).
- *“Let the market provide direction“*: Die Interventionen von Seiten der öffentlichen Hand sollten sich so weit wie möglich am Markt ausrichten, was sich letztlich auch im zunehmenden *„third party management“* öffentlich bereitgestellter Mittel durch private und unabhängige Fonds ausdrückt: *„When it comes to government investments in venture capital funds, there is a clear trend towards third party management – from direct investment into companies to indirect investment where investments in companies are managed by private independent funds ... The rationale behind this trend is (i) independence from political influence (ill-designed investment conditions for political reasons or political intervention), (ii) greater ability to attract the right management skills and to implement investment best practices and (iii) better leverage to attract private sector co-investors“* (Duruflé, 2010, S 15f.).
- *“Resist the temptation to overengineer“*: Dies impliziert den Verzicht auf Mikromanagement von Seiten der öffentlichen Hand, wobei auch die Investmentbedingungen (z.B. Einschränkungen bezüglich geographischer Region, thematischer Sektor, Unternehmensphase, Bedingungen bezüglich des Exits etc.) möglichst flexibel sein sollten.
- *“Recognize the long times associated with public venture initiatives“*: Mut zum Risiko (auch in Kauf nehmen von Rückschlägen) und *“langem Atem“*: *„One of the common failings of public entrepreneurship and venture capital initiatives has been impatience. Building an entrepreneurial sector is a long-run endeavor, not an overnight accomplishment. Programs that have initial promise should be given time to prove their merits“* (Lerner, 2010, S. 262).

Politikempfehlungen für Österreich

Da die öffentliche Hand in Österreich bereits ein breites Spektrum an Instrumenten zur Bereitstellung bzw. Hebelung von Risikokapital einsetzt (z.B. aws-Gründerfonds, VC-Initiative der aws in Form eines *Fund-of-Funds*-Konzeptes, *aws-Business Angel Fonds* in Kooperation mit dem *European Investment Funds*, diverse Fonds regionaler Förderagenturen wie z.B. in Niederösterreich und Oberösterreich), empfiehlt es sich, für die Zukunft vorwiegend Maßnahmen zur Stimulierung der privaten Risikokapitalbereitstellung zu setzen. Dem Staat sind hier aufgrund transnationaler Regulierungen wie der AIFMD⁵, der R-EUVECA⁶, Basel III und Solvency II zum Teil Grenzen gesetzt.⁷ Mögliche Optionen für Österreich wurden erst kürzlich in einem Positionspapier⁸ wichtiger Stakeholder ausgearbeitet. Die Argumente und strategischen Vorschläge orientieren sich dabei auch an international üblichen Politikrends (wie sie z.B. die OECD jüngst für ausgewählte Mitgliedsländer zusammengefasst hat, vgl. Wilson und Silva, 2013) und

⁵ Alternative Investment Fund Managers Directive.

⁶ Regulation on European Venture Capital Funds.

⁷ Für eine genauere Diskussion der Implikationen dieser Regulierungen auf den VC-Markt siehe Jud et al. (2013).

⁸ AAIA, Austrian Start-Ups, AVCO, Senat der Wirtschaft und WKO: Forderungen für alternative Finanzierungsformen - Vorschläge zur Verbesserung der gesetzlichen Rahmenbedingungen für alternative KMU-Finanzierung, <http://www.avco.at/upload/medialibrary/Positionspapier-Final.pdf>.

stellen einen weitgehenden Konsens der österreichischen Startup-Szene⁹ in Bezug auf Politikoptionen dar.

Die Unterstützung von institutionellen und privaten Risikokapitalgebern könnte vor allem über steuerliche Anreize erfolgen, wie es insbesondere seit der Finanz- und Wirtschaftskrise in einigen Ländern erfolgt ist. Einerseits ließe sich damit die mit Ende 2013 ausgelaufene Rechtsform der MiFiG¹⁰ wiederbeleben, um bestehenden und zukünftigen österreichischen VC-Fonds eine adäquate Fondstruktur (steuerliche Befreiung von Veräußerungsgewinne bzw. KESt-Befreiung für private Anleger bis zu einem bestimmten Beteiligungswert) zu bieten. Zur Stimulierung der Finanzierung über private Einzelpersonen bzw. *Business Angels* ließen sich auch Investitionsfreibeträge für Investments in junge Unternehmen (Start-Ups) einführen. Weitere Maßnahmen würden die Hebung der Prospektpflicht für *Crowdfunding* sowie die Senkung der Mindestinvestitionssumme privater Anleger in alternative Investmentfonds betreffen. Die Umsetzung dieses Maßnahmenkatalogs gepaart mit der bestehenden *Fund-of-Funds*-Strategie der öffentlichen Förderagenturen hätte letztendlich das Potential, den österreichischen Flaschenhals im Start-Up-Ökosystem zu beseitigen.

Literatur

- Ács, Z. J., Autio, E. and Szerb, L. (2014): National Systems of Entrepreneurship: Measurement issues and policy implications, *Research Policy*, 43, 476-494.
- Avnimelech, G. and Teubal, M. (2006): Creating venture capital industries that co-evolve with high tech: Insights from an extended industry life cycle perspective of the Israeli experience, *Research Policy*, 35, 1477–1498.
- Avnimelech, G., Rosiello, A. and Teubal, M. (2010): Evolutionary interpretation of venture capital policy in Israel, Germany, UK and Scotland, *Science and Public Policy*, 37(2), 1-12.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. (2000): A New Database on Financial Development and Structure, *World Bank Economic Review*, 14, 597-605.
- Bertoni, F., Colombo, M. G. and Grilli, L. (2011): Venture capital financing and the growth of high-tech start-ups: Disentangling treatment from selection effects, *Research Policy*, 40, 1028– 1043.
- Christofidis, C. and Debande, O. (2001): Financing innovative firms through venture capital, PJ / Industry & Services, European Investment Bank, EIB SECTOR PAPERS.
- Da Rin, M., Nicodano, G. and Sembenelli, A. (2005): Public policy and the creation of active venture capital markets, European Central Bank Working Papers, No. 430/January 2005.
- Durufflé, G. (2010): Government involvement in the venture capital industry - International comparisons, Canada's Venture Capital & Private Equity Association.
- EVCA, KPMG (2008): Benchmarking European Tax and Legal Environments, Brussels.
- Friesenbichler, K. und Url, T. (2013): Standortfaktoren und Investitionspotential von Risikokapital in Österreich, WIFO Monatsberichte, 8/2013, Wien
- Grilli, L. and Murtinu, S. (2014): Government, venture capital and the growth of European high-tech entrepreneurial firms, *Research Policy*, 43, 1523–1543.
- Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. and Lang, N. (2013): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2013 Annual Report, IESE Business School of Navarra, EMLYON Business School.
- Hellmann, T. and Puri, M. (2000): The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital, *Review of Financial Studies*, 13, 959-984.
- Hellmann, T. and Puri, M. (2002): Venture Capital and the Professionalization of Start-ups: Empirical Evidence, *Journal of Finance*, 57, 169-167.

⁹ Auch in zahlreichen Gesprächen der Autoren dieses Policy Briefs mit Stakeholdern der Startup-Szene (Entrepreneurs, Managerinnen von VC-Fonds, VertreterInnen von Förderinstitutionen etc.) wurden diese Politikoptionen als wichtig für die Ankurbelung des Risikokapitalstandorts Österreich bzw. dessen Gründungsökosystems betont.

¹⁰ Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft.

- Jud, T., Marchart, M., Friesenbichler, K., Peneder, M. und Haslinger, S. (2013): Risikokapital in Österreich: Angebots- und nachfrageseitige Erklärungen der geringen Ausprägung und Empfehlungen zu ihrer Überwindung, Studie im Auftrag des BMWFJ und der aws, Wien.
- Keuschnigg, C., Ecker, B., Gassler, H., Hofer, H., Koch, S., Kuschej, H., Lassnigg, L., Reiner, C., Sellner, R., Skrinier, E., und Vogtenhuber, S. (2014): Vision Österreich 2050: Vorsprung durch Bildung, Innovation und Strukturwandel, Studie im Auftrag des RFTE und AIT, Holzhausen Verlag: Wien.
- Kortum, S. and Lerner, J. (2000): Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation, *RAND Journal of Economics*, 31, 674–692.
- Lerner, J. (2009): Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed – and What to Do about It, Princeton University Press, Princeton.
- Lerner, J. (2010): The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital, *Small Business Economics*, 35, 255–264.
- OECD (2014): Policy Implications of OECD Experience in Seed and Early Stage Finance, Paris, DSTI/Ind(2014)5.
- Papadimitriou, S. and Mourdoukouas, P. (2002): Bridging the start-up equity financing gap: three policy models, *European Business Review*, 14, 104-110.
- Saillard, A. and Url, T. (2011): Venture Capital in Bank- and Market-based Economies, WIFO Working Papers, 389, Wien.
- Schramm, C. (2006): The Entrepreneurial Imperative, Harper Collins Publishers, New York.
- Sorensen, M. (2007): How Smart is Smart Money? A Two-Sided Matching Model of Venture Capital, *Journal of Finance*, 62, 2725-2762.
- Wilson, K. and F. Silva (2013): Policies for Seed and Early Stage Finance: Findings from the 2012 OECD Financing Questionnaire, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 9, OECD Publishing, <http://dx.doi.org/10.1787/5k3xqsf00j33-en>.