

Unternehmensfinanzierung in Österreich im Vorfeld der Kapitalmarktunion

Im vorliegenden Beitrag wird die Finanzierung der österreichischen Unternehmen im Hinblick auf die im Aktionsplan für eine Kapitalmarktunion vorgeschlagenen Maßnahmen analysiert. Auch wenn die Finanzierungsprobleme für den Unternehmenssektor in Österreich in den letzten Jahren eher gering waren, gibt es bei Eigenkapitalfinanzierungen, im Besonderen im Bereich Gründungs- und Innovationsfinanzierung, zweifellos Verbesserungsbedarf. Allerdings ist zu erwarten, dass Banken weiterhin eine zentrale Funktion im Finanzierungsprozess innehaben werden. Insbesondere bei der Finanzierung von kleineren und mittleren Unternehmen, deren Fremdkapitalbedarf in absoluten Zahlen gering ist, stark schwankt oder maßgeschneidert besichert werden muss, werden Banken weiterhin einen komparativen Vorteil gegenüber in der Regel standardisierten Finanzierungen über den Kapitalmarkt haben. Gleichwohl kann eine Diversifizierung der Finanzierungsoptionen, wie sie das Projekt Kapitalmarktunion vorsieht, dem österreichischen Unternehmenssektor komplementäre Finanzierungsquellen erschließen. Die im Aktionsplan vorgesehenen Maßnahmen zur Verringerung von Informationsasymmetrien zwischen potenziellen Kapitalgebern und kapitalsuchenden Unternehmen können dazu beitragen, die Finanzierungskosten zu senken bzw. das Zustandekommen von Transaktionen überhaupt zu ermöglichen. Auf diese Weise können Kapitalmärkte in größerem Ausmaß dazu beitragen, Chancen und Risiken von Investitionsprojekten in einem breiteren Kreis von Anlegern zu streuen.

Helmut Elsinger,
Robert Köck,
Marcel Kropp,
Walter Waschiczek¹

JEL: F15, F36, G23, G3

Keywords: Europäische Integration, Kapitalmarktunion, Unternehmensfinanzierung, Disintermediation, Risikokapital

Seit der Krise hat sich der Expansionspfad der Kredite von Banken an den Unternehmenssektor in ganz Europa und auch in Österreich merklich abgeflacht. Gleichzeitig haben sich die Investitionen – sowohl diejenigen des Unternehmenssektors als auch die öffentlichen Infrastrukturinvestitionen – abgeschwächt. Eine Reaktion auf diese Entwicklung ist der von der Europäischen Kommission eingebrachte Vorschlag im Rahmen des Aktionsplans für eine Kapitalmarktunion, die Bankenfinanzierung mit einer Weiterentwicklung der Kapitalmärkte zu ergänzen und dadurch den Kapitalfluss von Sparern zu Unternehmen (weiter) zu verbessern.

Das Projekt Kapitalmarktunion ist kein in sich abgeschlossenes System, sondern umfasst verschiedenste Aspekte und Maßnahmen, die die Europäische Kommission in einem Aktionsplan (European Commission, 2015c) zusammengefasst hat. Durch besser integrierte Kapitalmärkte soll die langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft verbessert werden. Die Finanzierungsmöglichkeiten von Unternehmen sollen stärker diversifiziert und der Kapitalfluss über Grenzen hinweg schrittweise erleichtert werden. Einige der vorgeschlagenen Maßnahmen gehen über die Harmonisierung hinaus und beinhalten weitergehende

¹ Oesterreichische Nationalbank, Abteilung für volkswirtschaftliche Studien, helmut.elsinger@oenb.at; Abteilung für Integrationsangelegenheiten und internationale Finanzorganisationen, robert.koeck@oenb.at; Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen, walter.waschiczek@oenb.at; Marcel Kropp, Europäische Zentralbank, Abteilung für monetäre und finanzielle Statistiken, marcel.kropp@ecb.europa.eu. Marcel Kropp war während der Erstellung dieses Beitrags Mitarbeiter der OeNB. Die in diesem Artikel vertretenen Meinungen sind ausschließlich jene der Autoren und geben nicht notwendigerweise jene der OeNB oder des Eurosystems wieder. Die Autoren danken Ernest Gnan, Vanessa Redak, Doris Ritzberger-Grünwald, Stefan Schmitz, Martin Schürz, Katharina Steiner und Martin Summer für Kommentare und Philipp Reisinger für die Bereitstellung von Daten.

Wissenschaftliche
Begutachtung:
Thomas Saggi, Bundes-
ministerium für
Wissenschaft,
Forschung und
Wirtschaft

Positionierungen – etwa die steuerliche Gleichbehandlung von Fremd- und Eigenkapital oder die Ausgestaltung des Insolvenzrechts in Richtung „zweite Chance“.

Die Kernidee des Projekts Kapitalmarktunion, die Entwicklung eines EU-weiten Kapitalmarktes durch den Abbau von nationalen Begrenzungen, ist nicht neu. Vielmehr handelt es sich dabei um eines der zentralen Ziele der europäischen Einigung, das schon in vielen Initiativen und Projekten der EU zu finden war. Diese reichen von der Aufhebung der Kapitalverkehrskontrollen in der EU 1988 (Europäische Kommission, 1989) über den Financial Services Action Plan (Aktionsplan für Finanzdienstleistungen) aus dem Jahr 1999 bis hin zu den Vorschlägen der Giovannini-Group (ab 2001) im Hinblick auf den Abbau von Hindernissen für die grenzüberschreitende Abwicklung von Wertpapiertransaktionen. Die Schaffung effizienterer Kapitalmärkte war auch ein dezidiertes Ziel der Währungsunion. Die Kapitalmarktunion ist als weiterer Schritt auf dem Weg zu einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt zu sehen.

Neben der Bankenunion ist die Kapitalmarktunion für die nächsten Jahre das zentrale Großprojekt der Europäischen Kommission im Bereich Finanzmärkte. Trotz der Namensähnlichkeiten unterscheidet sich die Charakteristik der Kapitalmarktunion in wesentlichen Punkten von der Bankenunion. Anders als die Bankenunion, die neben einer Vereinheitlichung von Aufsicht und Abwicklung Begrenzungen für die Geschäftstätigkeit der Banken (basierend auf verbesserten Vorschriften über die Kapitalausstattung, die

Liquiditätsausstattung und die Refinanzierungsstrukturen der Banken) beinhaltet, ist das Kapitalmarktprojekt ein Programm zur aktiven Förderung des Kapitalmarktes. Ein weiterer Unterschied besteht darin, dass im Gegensatz zur Bankenunion, die eine Zentralisierung der Rahmenbedingungen für Banken vorsieht, die Kapitalmarktunion keine Konsolidierung der Aufsicht der entsprechenden Instrumente und Institutionen auf EU-Ebene plant. Angesichts der vielen Einzelmaßnahmen, die im Aktionsplan zur Kapitalunion zusammengefasst sind, sind die individuellen Segmente dieses Projekts auch nicht so stark miteinander verwoben wie bei der Bankenunion. Schließlich ist die Kapitalmarktunion im Gegensatz zur Bankenunion ein EU-weites Projekt.

Der vorliegende Beitrag versucht zum einen eine Positionsbestimmung des österreichischen Unternehmenssektors im Hinblick auf die im Aktionsplan explizit angeführten Finanzierungsinstrumente² und zum anderen Aufschluss darüber zu geben, inwieweit die im Aktionsplan vorgeschlagenen Maßnahmen einen Beitrag dazu leisten können, einen allfälligen Rückstand zu verringern. Neben einer Diskussion der wesentlichen Charakteristika dieser Finanzierungsinstrumente wird dazu – soweit es die Daten erlauben – die relative Bedeutung dieser Instrumente für die Unternehmensfinanzierung in Österreich der Situation in vergleichbaren europäischen Ländern gegenübergestellt. Die Ausarbeitung konzentriert sich auf ökonomische Aspekte und lässt rechtliche Fragen außer Acht.

² Aus diesem Grund werden wichtige Formen der Unternehmensfinanzierung, wie etwa Lieferantenkredite, Factoring oder Leasing, in diesem Beitrag nicht behandelt. Zur KMU-Finanzierung allgemein siehe Nassr und Wehinger (2014), OECD (2014) und OECD (2015).

In den Vergleichstabellen dieser Studie wird Österreich mit Ländern verglichen, die möglichst ähnliche Wirtschaftsstrukturen aufweisen. Jene Länder, deren Wirtschaftsstruktur und Finanzsysteme am ehesten mit jenen Österreichs vergleichbar sind, sind die anderen „westeuropäischen“ Länder.³ Das hat bedeutet, die Transformationsländer in Zentral- und Osteuropa nicht einzubeziehen. CESEE ist zwar für die österreichische Wirtschaft von essenzieller Bedeutung, aber die Wirtschaftsstruktur – und insbesondere die Struktur der Finanzmärkte – dieser Region weist immer noch große Unterschiede zu den westeuropäischen Ländern im Allgemeinen und Österreich im Besonderen auf, sodass ein Vergleich mit diesen Ländern für die Zwecke der vorliegenden Analyse nicht zielführend erscheint. Ebenfalls nicht berücksichtigt werden jene kleineren EU-Mitgliedsländer, in denen der Finanzsektor

einen überproportionalen Beitrag zum BIP leistet. Somit umfasst das Sample die größeren westlichen EU-Mitgliedsländer.

Der Aufbau der Arbeit ist wie folgt: Der erste Abschnitt gibt einen kurzen Überblick über die Fragestellung, inwieweit sich aus der Struktur der Unternehmenslandschaft in Österreich spezielle Erfordernisse hinsichtlich der im Rahmen der Kapitalmarktunion vorgeschlagenen Maßnahmen erkennen lassen. Kapitel 2 und 3 befassen sich mit den Auswirkungen der Kapitalmarktunion auf einzelne Instrumente der Fremdkapital- bzw. Eigenkapitalfinanzierung, die im Rahmen des Aktionsplans als die wesentlichsten Finanzierungsformen definiert werden, die die Unternehmensfinanzierung auf mittlere und lange Frist ergänzen sollen. Der abschließende Abschnitt 4 enthält die wesentlichsten Schlussfolgerungen.

Kasten 1

Kapitalmarktunion – Schwerpunkte

Die Europäische Kommission bündelte die Aktivitäten für die langfristige Finanzierungsinitiative unter dem Begriff *Capital Markets Union – Kapitalmarktunion*. Speziell zwei Schwerpunkte wurden dabei bekräftigt: Die Finanzierung von Infrastrukturprojekten und die Finanzierung von Klein- und Mittelbetrieben (KMUs).

Für die Umsetzung sind folgende Maßnahmen in Planung:

- **Prospektinformation:** Die Reform der Prospektrichtlinie soll die Fixkosten bei Anleiheemissionen senken.
- **Beurteilung der Kreditwürdigkeit:** Die Entwicklung von standardisierten quantitativen Methoden, die es Nicht-Experten und Nicht-Bank-Kreditgebern wie Versicherungen und Vermögensverwaltern ermöglichen, die Kreditwürdigkeit von KMUs für Mittelstandskredite zu beurteilen.
- **Review von Verbriefungen:** Die Europäische Kommission arbeitet an regulatorischen Bedingungen und Qualitätskriterien, die eine einfache und transparente Klassifizierung von Verbriefungen für Nicht-Experten gestatten.
- **Förderung der Entwicklung der europäischen Long Term Investment Funds:** Die Initiative zielt darauf ab, Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds für Investitionen in privat organisierte Infrastrukturprojekte und Unternehmungen mit einem möglichst langfristigen Anlagehorizont zu gewinnen.

³ Deutschland, Vereinigtes Königreich, Frankreich, Italien, Spanien, Niederlande, Schweden, Belgien, Dänemark, Finnland, Irland, Griechenland, Portugal.

- *Entwicklung eines europäischen Marktes für Privatplatzierungen: Diese finden immer außerhalb von Börsen (öffentlichen Handelsplätzen) statt. Es wird dabei eine kleine Gruppe von Investoren (Privatpersonen oder Institutionen) direkt angesprochen. Die Europäische Kommission arbeitet an der Harmonisierung eines Rechtsrahmens, um nationale Unterschiede wie beispielsweise im Insolvenzgesetz und Dokumentationsvorschriften zu vereinheitlichen.*

1 Ausgangslage des österreichischen Unternehmenssektors

In diesem Kapitel wird die Ausgangslage des österreichischen Unternehmenssektors im Hinblick darauf analysiert, ob er von den im Rahmen der Kapitalmarktunion vorgesehenen Maßnahmen positiv oder negativ betroffen sein könnte. Der erste Punkt ist dabei die Struktur des Unternehmenssektors: Können aus zentralen Kennzahlen zur Unternehmensdemografie Stärken oder Schwächen abgeleitet werden, die besondere Effekte der Kapitalmarktunion erwarten lassen? Da die Kapitalmarktunion an der Finanzierungsseite der Unternehmen ansetzt, stellt sich in einem zweiten Schritt die Frage, welche Bedeutung Österreichs Unternehmen den Finanzierungsproblemen beimessen. Drittens soll kurz auf die Finanzierungsstruktur der österreichischen Unternehmen im internationalen Vergleich eingegangen werden, und zwar hinsichtlich jener beiden Aspekte, an denen die Kapitalmarktunion ansetzt, der Eigenkapitalquote und der relativen Bedeutung der Kredite von Banken für die Unternehmensfinanzierung.

1.1 Spezifika der Unternehmensdemografie in Österreich

Der Anteil der kleinen und mittleren Unternehmen⁴ in Österreich an der Beschäftigung (68 %) sowie an der Wert-

schöpfung (60,4 %) entspricht den Werten der meisten anderen kleineren westeuropäischen Länder (siehe Tabelle 1). Gliedert man die KMUs nach Größenklassen, zeigt sich, dass vor allem der Beitrag von sehr kleinen Unternehmen (mit bis zu neun Beschäftigten) zu Beschäftigung und Wertschöpfung in Österreich relativ gering ist, während quasi spiegelbildlich dazu der Anteil von mittleren Unternehmen (20 bis 49 und 50 bis 249 Mitarbeiter) über dem Durchschnitt der hier betrachteten Länder liegt. Angesichts der Tatsache, dass Alternativen zur Bankenfinanzierung mit zunehmender Unternehmensgröße tendenziell leichter durchführbar sind, könnte man prima facie annehmen, dass österreichische Unternehmen in überdurchschnittlichem Ausmaß von der Kapitalmarktunion profitieren könnten.

Der relativ geringe Anteil von sehr kleinen Unternehmen könnte im Zusammenhang mit der geringen Neugründungsrate stehen. Mit 5,9 neu gegründeten Unternehmen pro 1000 bestehenden Unternehmen ist die „birth rate“ in Österreich geringer als in den meisten anderen hier betrachteten Ländern. Der geringe Anteil an Private Equity könnte ein Indiz dafür sein, dass die geringe Neugründungsrate auf Finanzierungsdefizite zurückzuführen ist, auch wenn eine genauere Betrachtung des Private-Equity-Aufkommens

⁴ Die in Europa gängige Definition von KMU stammt von der EU, die für die Zuordnung der Unternehmen nach ihrer Größe insgesamt drei Kriterien nennt. KMU sind demnach Unternehmen, die weniger als 250 Personen beschäftigen und die entweder einen Umsatz von höchstens 50 Mio EUR pro Jahr erzielen oder deren Bilanzsumme sich auf höchstens 43 Mio EUR beläuft. Die internationalen Vergleichstabellen von Eurostat und OECD, auf denen Tabelle 1 beruht, verwenden die Beschäftigtenzahlen als Gliederungskriterium.

ein differenzierteres Bild liefert (siehe Abschnitt 3.1). Wenn Finanzierungsengpässe die Ursache für die geringe Zahl von Neugründungen sind, dann könnte die Tatsache, dass in großen Ländern mehr Unternehmen neu gegründet werden, ein Indiz dafür sein, dass die Kapitalmarktunion die „birth rate“ in Österreich positiv beeinflussen könnte.

Ein weiterer Aspekt, mit dem der vergleichsweise geringe Anteil sehr kleiner Unternehmen im Zusammenhang stehen könnte, ist der hohe Anteil ausländisch beherrschter Unternehmen in Österreich. Ein Drittel der österreichischen Wertschöpfung wurde 2012 mit knapp einem Fünftel der Beschäftigten von mehrheitlich in Auslandsbe-

sitz stehenden Unternehmen erwirtschaftet. Sowohl in Relation zur Anzahl der Beschäftigten als auch zur Wertschöpfung liegt dieser Anteil über dem Durchschnitt der in Tabelle 1 betrachteten Länder.⁵ Nicht überraschend ist die Bedeutung ausländisch beherrschter Unternehmen in kleineren Ländern höher als in großen Ländern. In Bezug auf die Kapitalmarktunion könnte dies zum einen eher geringe unmittelbare Effekte in Österreich implizieren, da bei Unternehmen, die im Auslandsbesitz stehen, die grundlegenden Finanzierungsentscheidungen vielfach anderswo fallen. Zum anderen könnte jedoch die stärkere Integration der einzelnen nationalen Kapitalmärkte in Richtung eines gesamteuropäischen

Tabelle 1

Unternehmensdemografie

2012 bzw. letztverfügbares Jahr, in %

	Anteil der KMU an		Neugründungen pro 1000 bestehen- den Unternehmen	Anteil ausländisch beherrschter Unternehmen an		Anteil der Kapital- gesellschaften an der Anzahl der Unternehmen
	der Anzahl der Beschäftigten	der Wertschöpfung		der Anzahl der Beschäftigten	der Wertschöpfung	
Österreich	68,0	60,4	5,9	19,3	25,0	20,6
Deutschland	62,5	54,0	7,9	11,6	24,0	17,9
Vereinigtes Königreich	53,0	50,9	11,5	19,5	30,1	68,7
Frankreich	63,5	58,0	10,4	10,5	15,8	39,0
Italien	79,9	67,3	7,1	7,5	14,1	17,9
Spanien	73,8	62,9	8,2	11,5	19,8	38,0
Niederlande	66,9	63,8	7,3	16,0	26,8	20,4
Schweden	65,5	59,1	7,7	21,8	27,8	42,6
Belgien	70,4	62,4	5,1	17,1	28,0	59,9
Dänemark	64,9	60,5	..	20,3	23,9	..
Finnland	62,5	57,9	9,3	15,5	20,7	41,5
Irland	72,4	51,8	..	23,3	57,1	..
Griechenland	87,3	75,7	..	5,0	10,9	..
Portugal	78,9	66,1	11,8	11,2	20,2	32,9
EU-14	65,5	58,3	8,4	14,1	23,2	36,1
Österreich/ EU-14 (in %)	104	104	70	136	108	57

Quelle: OECD, Eurostat, eigene Berechnungen.

⁵ Zum Teil könnte der Unterschied in den Anteilen an der Anzahl der Beschäftigten und der Wertschöpfung ausländisch beherrschter Unternehmen damit im Zusammenhang stehen, dass einige Länder beträchtliche Anreize bieten, Gewinne bei ihnen zu versteuern, und daher in vielen Fällen von multinationalen Unternehmen der Gewinn (und damit die Wertschöpfung) dort anfällt.

Finanzmarktes grenzüberschreitende Unternehmensbeteiligungen fördern.

Schließlich zeigt Tabelle 1, dass die Rechtsform der Kapitalgesellschaft in Österreich merklich weniger verbreitet ist als in vielen anderen Ländern. Nur jedes fünfte österreichische Unternehmen hat die Rechtsform einer GmbH oder AG, jedes dritte hingegen im Durchschnitt der hier betrachteten Länder. In Ländern mit stärker markt-basierten Finanzsystemen sind es mehr als zwei Drittel (Vereinigtes Königreich) bzw. rund 60% (Belgien). Insbesondere bei der Emission von Eigenkapitaltiteln setzt eine Mittelaufnahme über organisierte Kapitalmärkte in der Regel die Rechtsform einer Kapitalgesellschaft voraus. Aber auch in jenen Fällen, in denen sie nicht zwingend vorgegeben ist, dürften aufgrund von Agency-Problemen und der geringeren Fungibilität von Anteilen die Hemmnisse insbesondere für Beteiligungen an Personengesellschaften durch Außenstehende ausgeprägter sein als bei Kapitalgesellschaften.

Insgesamt würde die Unternehmensdemografie nahelegen, dass Österreich durchaus von den Maßnahmen der Kapitalmarktunion profitieren könnte, sofern die Investitionsschwäche der letzten Jahre auf finanzierungsseitige Beschränkungen zurückzuführen wäre.

1.2 Ausmaß der Finanzierungsprobleme der Unternehmen

Neben der Struktur der Unternehmenslandschaft hängt das Ausmaß, in dem die im Aktionsplan vorgeschlagenen Maßnahmen das Finanzierungsaufkommen (und in weiterer Folge die

Investitionstätigkeit) des österreichischen Unternehmenssektors unterstützen können, auch davon ab, ob bzw. in welchem Ausmaß Finanzierungsfragen einen Hemmschuh für die unternehmerische Tätigkeit in Österreich darstellen.

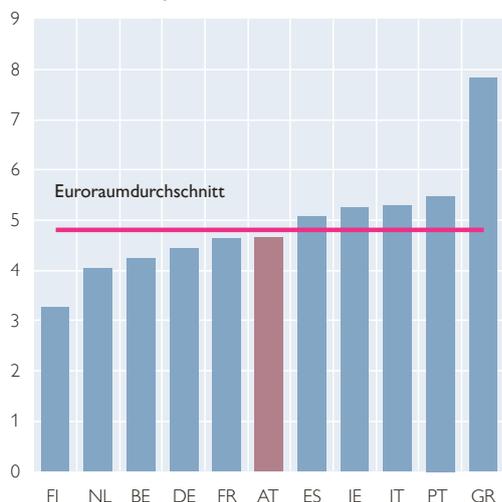
Zur Beantwortung dieser Frage kann auf die Umfrage über den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln (Survey on the Access to Finance of Enterprises; SAFE) zurückgegriffen werden, die EU-weit in harmonisierter Form durchgeführt wird.⁶ Gegenstand sind neben Fragen zu Finanzierungsmöglichkeiten auch der Geschäftsverlauf und die Unternehmensentwicklung. Im Rahmen dieser Umfrage werden die Unternehmen u. a. gebeten, verschiedene Probleme, denen sie sich in ihrer unternehmerischen Tätigkeit gegenübersehen, auf einer Skala von 1 bis 10 zu bewerten. Dabei wurde der Faktor „Zugang zu Finanzierung“ – mit Ausnahme der ersten Befragung im Jahr 2009, auf dem Höhepunkt der Krise – nicht nur stets am wenigsten oft als „dringendstes Problem“ bezeichnet, die Bewertung lag auch stets unter dem Euroraumdurchschnitt (siehe Grafik 1, linkes Panel). Dass gemäß dieser Umfrage der Zugang zu Finanzierung von KMUs in Österreich – und zuletzt auch im Euroraum generell – als vergleichsweise geringes Hindernis gesehen wird, würde nahelegen, dass die österreichischen Unternehmen von den Maßnahmen der Kapitalmarktunion unterdurchschnittlich betroffen wären. Ein ähnliches Ergebnis liefert eine aktuelle Studie der OeNB über die Ursachen der Investitionsschwäche in Österreich, die zu

⁶ Der SAFE ist ein gemeinsames Projekt der Europäischen Kommission und der Europäischen Zentralbank, das sich vorwiegend an Klein- und Mittelbetriebe richtet, bei dem aber auch einige große Unternehmen befragt werden. Aufgrund der geringen Anzahl von befragten Großunternehmen werden für Österreich allerdings nur Werte für KMUs veröffentlicht.

Einschätzung der Finanzierung von KMUs

Zugang zu Finanzierung

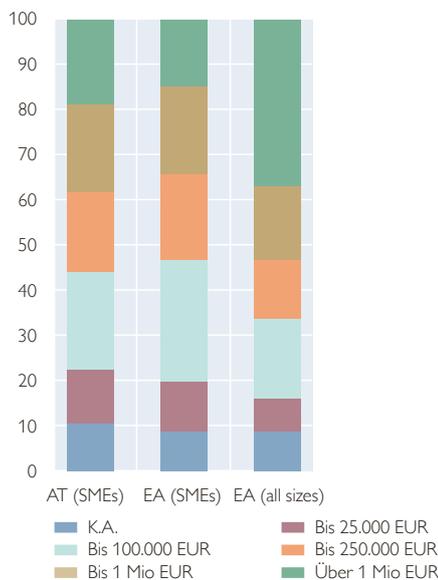
1 (leicht) bis 10 (sehr schwierig), Einschätzung der befragten Unternehmen, 2.–3. Quartal 2015



Quelle: EZB (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE).

Finanzierungsbedarf nach Betragsgröße

Anteile an den Nennungen in %, Q2 bis Q3 2014



Anmerkung: EA = Euroraum, K.A. = keine Angabe, SMEs = kleine und mittlere Unternehmen.

dem Schluss kommt, dass Finanzierungsbeschränkungen keinen dämpfenden Einfluss auf die moderate Investitionstätigkeit gehabt haben dürften (Fenz et al., 2015).

Die Umfrage gibt auch einen Hinweis auf die Höhe der von den Unternehmen benötigten Finanzierungen. In größeren zeitlichen Abständen (zuletzt 2014) werden die Unternehmen gefragt, welche Finanzierungsvolumina sie – sollten sie in die Zukunft ihres Unternehmens investieren – benötigen würden. Knapp zwei Drittel der befragten österreichischen KMUs (es werden für Österreich keine Zahlen für den Unternehmenssektor insgesamt publiziert) gaben an, Finanzierungen von weniger als 250.000 EUR zu benötigen, knapp 20% mehr als 1 Mio EUR (etwas mehr als im Euroraum insgesamt). Inklusive großer Betriebe nannte im gesamten Euroraum mehr als ein

Drittel der befragten Betriebe den Betrag von mehr als 1 Mio EUR (siehe Grafik 1, rechtes Panel). Insbesondere die von KMUs benötigten Finanzierungsvolumina sind somit zumeist kleiner als die Beträge, die insbesondere für jene im Aktionsplan angeführten Finanzierungsinstrumente, die sich an institutionelle Investoren richten, erforderlich sind.

1.3 Finanzierungsstruktur der österreichischen Unternehmen

Neben der Unternehmensstruktur und dem Finanzierungsbedarf ist auch die Struktur der Unternehmensfinanzierung wesentlich für die Relevanz der Kapitalmarktunion für das Finanzierungsverhalten des österreichischen Unternehmenssektors. Die Finanzierung der österreichischen Unternehmen über Eigenkapital spielt im internationalen Vergleich eine relativ ge-

ringe Rolle.⁷ Mit 44,9% der gesamten Passiva lag Österreich hinsichtlich des Eigenkapitalanteils Ende 2014 am unteren Ende der hier betrachteten Länder (Tabelle 2).⁸ Der relativ niedrigen Eigenkapitalquote steht ein überdurchschnittlich hoher Anteil von Bankkrediten gegenüber, auch wenn der

Bankkredit in den letzten Jahren an Bedeutung verloren hat (Beer und Waschiczek, 2012).⁹ Obwohl sich der Bankenanteil von nahezu 40% Mitte der 1990er-Jahre auf zuletzt etwas mehr als 20% nahezu halbiert hat, war er im Jahr 2014 der dritthöchste unter den betrachteten Ländern.¹⁰

Tabelle 2

Finanzierungsstruktur des Unternehmenssektors

Ausstehendes Volumen im Jahr 2014 bzw. letzter verfügbarer Wert, in %

	Eigenkapital		Bankkredite		Anleihen		Sonstiges Fremdkapital ¹	
	in % der Bilanzsumme	in % der Bilanzsumme	in % des Fremdkapitals	in % der Bilanzsumme	in % des Fremdkapitals	in % der Bilanzsumme	in % des Fremdkapitals	
Österreich	44,9	20,4	37,0	6,4	11,6	28,3	51,4	
Deutschland	46,6	14,4	27,0	2,8	5,2	36,2	67,8	
Vereinigtes Königreich	51,7	8,2	17,1	8,6	17,7	31,5	65,2	
Frankreich	58,4	9,9	23,9	6,9	16,6	24,7	59,5	
Italien	43,9	23,3	41,5	4,5	8,0	28,3	50,5	
Spanien	52,3	16,2	33,9	0,7	1,4	30,9	64,8	
Niederlande	47,1	18,3	34,7	5,1	9,6	29,4	55,7	
Schweden	69,7	8,9	29,5	3,7	12,1	17,7	58,4	
Belgien	54,5	5,5	12,1	2,5	5,5	37,4	82,3	
Dänemark	65,0	14,6	41,8	2,6	7,5	17,8	50,7	
Finnland	51,4	12,1	24,8	5,8	12,0	30,7	63,1	
Irland	54,4	5,4	11,9	1,2	2,6	38,9	85,4	
Griechenland	41,0	42,1	71,2	0,0	0,0	17,0	28,7	
Portugal	38,3	15,6	25,3	6,3	10,2	39,8	64,4	
EU-14	51,9	12,5	26,0	5,4	11,2	30,2	62,7	
Österreich/ EU-14 (in %)	86	163	142	118	103	94	82	

Quelle: OeNB, EZB, Eurostat, eigene Berechnungen.

¹ Kredite von Nichtbanken, Handelskredite, Pensionsrückstellungen, übrige Verbindlichkeiten.

⁷ Zur Frage der Eigenkapitalausstattung der österreichischen Unternehmen siehe auch ECB (2002), Dirschmid und Waschiczek (2005) sowie Raidl (2013).

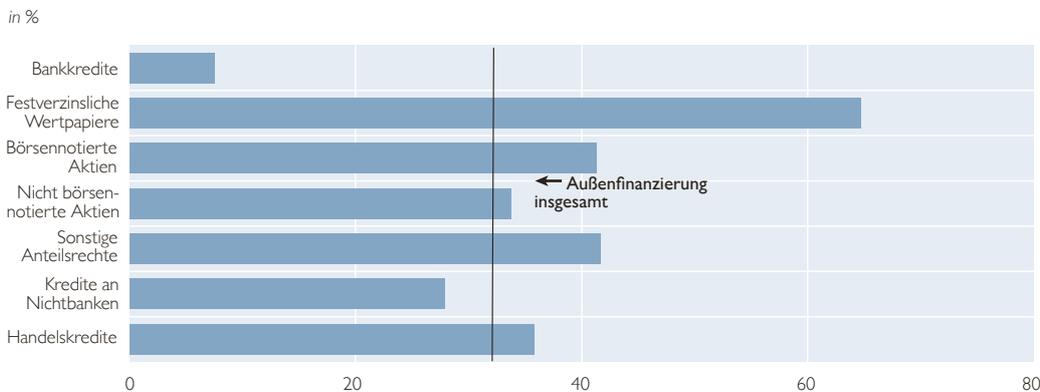
⁸ Tabelle 2 bezieht sich auf Daten der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung (GFR), die eine finanzielle Vermögensbilanz der Unternehmen (und der anderen volkswirtschaftlichen Sektoren) beinhaltet. Diese sind, da sie Teil der VGR sind, mit anderen volkswirtschaftlichen Kenngrößen vergleichbar und liegen für alle EU-Länder relativ zeitnah vor. Dem steht gegenüber, dass die GFR keine Aufgliederung nach Wirtschaftssektoren und Größenklassen ermöglicht. Hierzu stehen die Daten der BACH-Datenbank zur Verfügung, die auf Unternehmensbilanzen basieren. Aufgrund beträchtlicher methodischer und konzeptueller Unterschiede in den Ermittlungsmethoden ergeben diese von den absoluten Niveaus her in den einzelnen Ländern sehr stark von der GFR divergierende Werte. Zudem sind sie nicht für alle EU-Länder verfügbar und liegen überdies – da sie auf geprüften Bilanzen basieren – mit größerer zeitlicher Verzögerung vor. Eine Analyse der Eigenkapitalquoten des österreichischen Unternehmenssektors auf Basis von BACH-Daten findet sich u. a. in Dirschmid und Waschiczek (2005).

⁹ Über die Vergabe von Krediten hinaus halten die Banken auch von Unternehmen begebene Anleihen und Aktien. Ende 2014 belief sich das gesamte Volumen aus festverzinslichen Wertpapieren und Aktien (börsennotiert und nicht börsennotiert) auf 7,8 Mrd EUR, das entspricht 1,1% der gesamten Passiva.

¹⁰ Eine detaillierte Untersuchung der Entwicklung der Finanzierungsstrukturen des Unternehmenssektors in den letzten 20 Jahren anhand von Daten der Finanzierungsrechnung findet sich in Andreasch et al. (2015).

Grafik 2

Auslandsanteile der Außenfinanzierung des Unternehmenssektors



Quelle: OeNB.

Ein wesentliches Ziel der Kapitalmarktunion ist die Ausweitung der grenzüberschreitenden Finanzierungsmöglichkeiten für den Unternehmenssektor – EU-weit, aber auch darüber hinaus. Da über den Anteil grenzüberschreitender Finanzierungen des Unternehmenssektors in den internationalen Datenbanken keine Vergleichsdaten für andere Länder zur Verfügung stehen, muss sich die Darstellung auf die österreichische Situation beschränken. Der Auslandsanteil ist bei Bankkrediten am niedrigsten, während Anleihen zu nahezu zwei Drittel im Ausland platziert wurden, was auf den relativ kleinen inländischen Rentenmarkt zurückzuführen sein dürfte. Der hohe Auslandsanteil bei den Eigenkapitalinstrumenten und bei den sonstigen Krediten reflektiert den vergleichsweise hohen Anteil passiver Direktinvestitionen im österreichischen Unternehmenssektor.

2 Instrumente der Fremdkapitalfinanzierung

In diesem Kapitel werden jene Formen der Fremdkapitalfinanzierung, die im Aktionsplan als Alternative zum Bankkredit angesprochen werden, nach dem damit verbundenen Grad der Disinter-

mediation beleuchtet. Bei der Verbriefung von Krediten erfolgen die mit der Kreditvergabe einhergehenden Intermediationsleistungen weiterhin durch die Banken; erst danach werden die Kredite aus der Bankbilanz an andere Intermediäre (aber auch an Banken) übertragen. Bei der Kreditvergabe durch institutionelle Investoren treten weiterhin Intermediäre – aber eben nicht mehr Banken – zwischen Kapitalgeber und Kreditnehmer. Der dritte Schritt ist die direkte Mittelaufnahme durch Unternehmen auf dem Kapitalmarkt durch die Begebung von Anleihen. Dabei treten Banken zwar vielfach (vor allem in Universalbankensystemen) als Vermittler bei der Emission auf, die Finanzierung erfolgt aber über den Markt (wobei die Banken durchaus auch selbst in Unternehmensanleihen investieren).

2.1 Verbriefung von Unternehmenskrediten

Die Verbriefung fungiert als Brücke zwischen Investoren und KMUs und ermöglicht eine langfristige Finanzierung der Realwirtschaft durch institutionelle und private Investoren.

Der Verbriefungsmarkt in Europa ist uneinheitlich entwickelt – siehe

Tabelle 3

Verbriefungen von KMU-Forderungen

im Jahr 2014

	in Mio EUR	in % der Unternehmenspassiva	in % des Fremdkapitals	in % der Bankkredite	Veränderung in % 2010 bis 2014 p.a.
Österreich	0	0	0	0	
Deutschland	1.889	0,03	0,06	0,24	-37,3
Vereinigtes Königreich	8.724	0,14	0,30	1,74	24,6
Frankreich	1.016	0,01	0,03	0,12	-14,1
Italien	23.946	0,69	1,23	2,96	51,6
Spanien	29.934	0,89	1,86	5,50	-23,1
Niederlande	9.563	0,51	0,97	2,81	-10,8
Schweden	0	0	0	0	
Belgien	18.479	1,07	2,35	19,33	6,1
Dänemark	0	0	0	0	
Finnland	0	0	0	0	
Irland	0	0	0	0	
Griechenland	6.731	2,97	5,04	7,07	-14,7
Portugal	5.588	1,02	1,65	6,50	-3,7
EU-14	106.819	0,32	0,67	2,42	-10,1

Quelle: AFME, EZB, Eurostat.

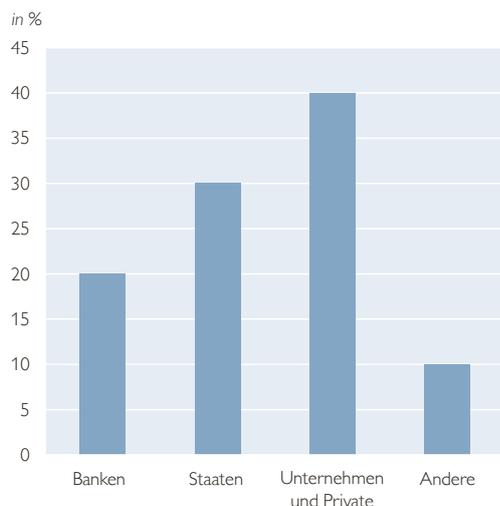
Tabelle 3. Bei den KMU-Verbriefungen überwiegen die ausstehenden Volumina in Italien, Spanien, Griechenland und Portugal. Während in Italien die ausstehenden KMU-Verbriefungen im

Zeitraum zwischen 2010 und 2014 um etwas mehr als 50% anstiegen, wurden in Spanien, Griechenland und Portugal Verbriefungsvorhaben bereits vor 2010 realisiert. Unter den Kernländern ist

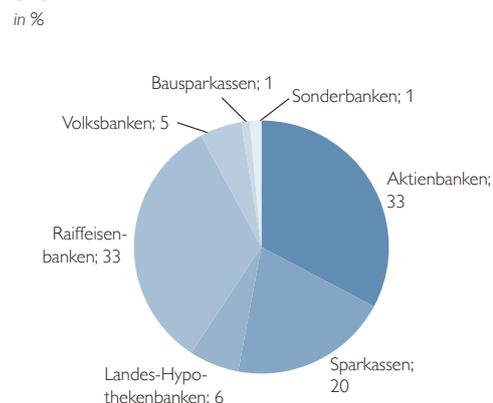
Grafik 3

Forderungen österreichischer Banken, Ende Juni 2015

Forderungen österreichischer Banken nach Schuldnern



Forderungen österreichischer Bankengruppen gegenüber Nichtbanken



Quelle: OeNB.

der Verbriefungsmarkt in Belgien relativ groß. Nahezu 20 % aller Bankkredite an KMUs sind verbrieft.

Der europäische Verbriefungsmarkt lässt sich nicht mit dem US-Subprime-Markt vergleichen. Während die US-amerikanischen Papiere seit 2007 eine Ausfallquote von knapp 20 % aufweisen, liegt diese bei europäischen Papieren gemäß Bundesverband deutscher Banken (2014) deutlich unter einem halben Prozent.

Der Umfang von Verbriefungstransaktionen von österreichischen Finanzintermediären hält sich sowohl vor als auch nach den Krisenjahren im europäischen Vergleich in einem relativ bescheidenen Rahmen. Aus Grafik 3 (linkes Panel) ist ersichtlich, dass Forderungen gegenüber Unternehmen und Privaten mit einem Anteil von 40 % am Gesamtforderungsbestand von rund 651 Mrd EUR per Juni 2015 eine gewichtige Rolle für mögliche zukünftige Verbriefungen sind.

Von den Forderungen der österreichischen Bankengruppen gegenüber Nichtbanken (Grafik 3, rechtes Panel) entfällt rund ein Drittel auf die Gruppe der Aktienbanken und ein weiteres Drittel auf den Raiffeisensektor. Die Forderungsbestände dieser Institute sind durch einen hohen Anteil einzelner Kredite mit verhältnismäßig geringen durchschnittlichen Kreditbeträgen charakterisiert. Auch die Sparkassen mit einem Anteil von rund 20 %, die Landes-Hypothekenbanken (6 %) und die Volksbankengruppe (5 %) könnten aufgrund der absoluten Höhe der jeweiligen Forderungsbestände ergänzende Impulse für den Verbriefungsmarkt in Österreich geben.

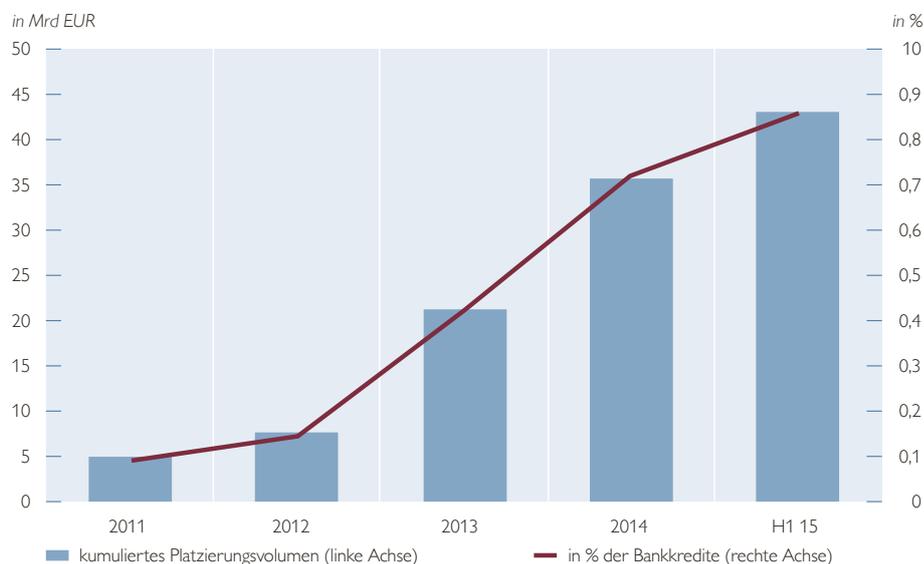
2.2 Unternehmensfinanzierung durch institutionelle Investoren: Kreditfonds

Alternativ bzw. ergänzend zur Verbriefung, bei der nach wie vor Banken den Unternehmen als Kreditgeber gegenüberstehen, sieht der Aktionsplan auch die Förderung der Kreditvergabe durch Fonds vor. Auf die Unternehmensfinanzierung ausgerichtete Fonds zeigten in den letzten Jahren auf europäischer Ebene bereits sehr hohe Wachstumsraten, wie Daten von Creditreform (2015) zeigen, auch wenn die Volumina in Relation zur Kreditvergabe der Banken noch gering sind (siehe Grafik 4).¹¹ Ein Grund für die hohen Wachstumsraten könnte das aktuelle Niedrigzinsumfeld sein, das den Anreiz für institutionelle Anleger, in ertragreichere, aber auch risikoreichere Anlageformen zu expandieren, erhöht hat. Darüber hinaus dürfte auch das unsichere regulatorische Umfeld für Verbriefungen zur gestiegenen Bedeutung von Kreditfonds beigetragen haben. Die in Grafik 4 enthaltenen Volumina können sowohl Finanzierungen in Form einer unmittelbaren (originären) Kreditvergabe – oftmals in Form einer Beteiligung an syndizierten Krediten – als auch den Erwerb von ursprünglich durch Banken gewährten Darlehen enthalten. Insofern Fonds Kredite kaufen, sind die Konstruktion und die Problematik sehr ähnlich wie bei der Verbriefung (siehe dazu auch Kraemer-Eis et al., 2014). Bei der direkten Kreditvergabe übernimmt anstelle der Bank der Fonds die gesamte Intermediationsleistung.

Untersuchungen zu den Erfahrungen in den USA, wo die Kreditvergabe durch institutionelle Investoren schon

¹¹ In Creditreform (2015) sind Daten nur für Europa insgesamt (ohne genauere Abgrenzung) vorhanden, eine Aufteilung nach Ländern liegt nicht vor. Laut Kraemer-Eis et al. (2014) haben derartige Fonds vor allem in von der Krise besonders betroffenen Ländern stark zugenommen. Mangels genauerer Länderaufgliederung sind keine Aussagen darüber möglich, in welchem Ausmaß Kredite an österreichischen Unternehmen davon betroffen sind.

Direct-Lending-Kreditfonds in Europa



Source: Creditreform Rating, EzB.

länger üblich war und daher weiter verbreitet ist, zeigen, dass zumindest vor der Krise institutionelle Investoren im Vergleich zu Banken Kredite für risikoreichere Verwendungszwecke wie etwa gehebelte Finanzierungen im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen vergaben (Nandy und Shao, 2007; Nini, 2013; Ivashina und Sun, 2011). Die Studien zeigen auch, dass sich das Kreditangebot für den Unternehmenssektor durch das vermehrte Engagement institutioneller Investoren insgesamt erhöhte – primär in verbriefter Form, aber auch durch direkte Finanzierungen.¹² Gleichzeitig zeigte sich, dass Unternehmenskredite von institutionellen Investoren in erster Linie Anleiheemissionen substituieren, während sie von Banken eingeräumte mehrfach

ausnutzbare Kreditlinien nicht ersetzen können (Nini, 2013). Im Hinblick auf die im Rahmen der Kapitalmarktunion anvisierte höhere Verfügbarkeit von Unternehmensinformationen ist der Befund von Sufi (2009) relevant, dass die Beteiligung von institutionellen Investoren an syndizierten Krediten Mitte der 1990er-Jahre einsetzte, als Moody's und Standard & Poor's begannen, Ratings von Bankkrediten zu veröffentlichen.¹³ Im Zusammenhang mit der Kapitalmarktunion würde das implizieren, dass eine stärkere Harmonisierung und Standardisierung von Kreditnehmerinformationen institutionellen Anlegern wie Kreditfonds das Risikomonitoring erleichtern könnte. Aber auch wenn Information leichter verfügbar und dank Harmonisierung

¹² Einschränkung muss allerdings angemerkt werden, dass sich diese Analysen zumeist auf großvolumige Finanzierungen, insbesondere syndizierte Kredite beziehen und außerdem das Spektrum von institutionellen Investoren weitaus breiter gefasst ist.

¹³ Allerdings geschah dies nicht ohne höhere Kosten: Nandy und Shao (2007) zeigen, dass (wiederum bezogen auf die Zeit vor der Krise) syndizierte Kredite von institutionellen Investoren eine höhere Rendite aufwiesen als vergleichbare Bankkredite. Sie interpretierten das als Kompensation für den höheren Aufwand für die Informationsgewinnung.

Tabelle 4

Von nichtfinanziellen Unternehmen begebene Anleihen

Ausstehendes Volumen im Jahr 2014 bzw. letztverfügbarer Wert, in %

	in % der Unternehmenspassiva	in % des Fremdkapitals	in % der Bankkredite	Veränderung 2010 bis 2014 p. a.
Österreich	6,4	11,6	31,2	8,9
Deutschland	2,8	5,2	19,2	2,8
Vereinigtes Königreich	8,6	17,7	103,6	7,8
Frankreich	6,9	16,6	69,6	10,8
Italien	4,5	8,0	19,3	12,1
Spanien	0,7	1,4	4,0	13,3
Niederlande	5,1	9,6	27,7	1,1
Schweden	3,7	12,1	40,9	9,9
Belgien	2,5	5,5	45,7	17,4
Dänemark	2,6	7,5	17,9	-0,5
Finnland	5,8	12,0	48,4	4,7
Irland	1,2	2,6	22,0	-2,8
Griechenland	0,0	0,0	0,1	-56,8
Portugal	6,3	10,2	40,5	0,5
EU-14	5,4	11,2	43,2	2,9
Österreich/EU-14 (in %)	118	103	72	

Source: EZB, Eurostat, eigene Berechnungen.

der Aufwand für ihre Beurteilung geringer wird, bleibt das Problem der ausgeprägten Fixkostendegression beim Monitoring und der Risikoanalyse bestehen. Der Aufbau entsprechender Ressourcen lohnt sich aber wahrscheinlich nur bei einem dauerhaften Markteintritt und für entsprechende Anlagevolumina. Ob bzw. inwieweit dies für Kredite an österreichische Unternehmen zutrifft, bleibt abzuwarten.

2.3 Unternehmensanleihen

Zwei der im Aktionsplan enthaltenen Maßnahmen adressieren konkret die Erleichterung der Anleihefinanzierung durch Unternehmen: Zum einen soll die Prospektrichtlinie dahingehend überarbeitet werden, dass die Anforderungen an die Prospekte für die Platzierung von Anleihen durch eine Straffung der Angaben- und Aktualisierungspflichten sowie der Genehmigungsverfahren von Prospekten reduziert werden. Zum anderen will die Kommission Möglichkeiten zur Ver-

besserung der Liquidität der Unternehmensanleihemärkte und der freiwilligen Standardisierung von Angebotsunterlagen prüfen.

Bereits in den letzten Jahren ist die Finanzierung des Unternehmenssektors über Anleihen in den meisten europäischen Ländern, auch in Österreich, deutlich gestiegen. So betragen die in Form von Anleihen aufgenommenen Mittel 2014 mehr als 6% der gesamten Außenfinanzierung des Unternehmenssektors. Das war im europäischen Vergleich ein überdurchschnittlich hoher Wert (siehe Tabelle 4). Auch in Relation zum Fremdkapitalaufkommen war das Emissionsvolumen vergleichsweise hoch, während es bezogen auf den Bestand an Bankkrediten aufgrund der großen Bedeutung der Kreditfinanzierung unterdurchschnittlich war. Zudem ist zu berücksichtigen, dass ein relativ hoher Anteil der Anleiheemissionen in Österreich – auch nach der Umstellung auf ESVG 2010 – auf staatsnahe Unternehmen entfällt.

Die Mittelaufnahme durch Anleihen, insbesondere über organisierte Anleihemärkte, unterscheidet sich in einer Reihe von Punkten von der Kreditaufnahme bei Banken (siehe auch Waschiczek, 2004). Im Gegensatz zum Bankkredit, bei dem die Kosten im Prinzip proportional zum aufgenommenen Betrag verlaufen, weist die Anleihebegebung einen stark degressiven Kostenverlauf auf. Dieser resultiert daraus, dass bei der Emission eine Reihe von einmaligen Kosten anfällt, die nur in geringem Maß vom aufgenommenen Betrag abhängen.¹⁴ Vergleicht man die aus Kostengründen erforderlichen Mindestvolumina mit dem von den Unternehmen im Rahmen des SAFE genannten Beträgen für ihren Finanzierungsbedarf (siehe Kapitel 1.2), sind Anleiheemissionen für kleinere Unternehmen zumeist nicht geeignet. KMUs, die sich dennoch über Anleihen finanzieren, müssen in vielen Fällen ein Liquiditätsmanagement aufbauen. Das Spektrum der Ausgestaltungsmöglichkeiten von Anleihen geht zwar weit über die Standardkuponanleihe hinaus, maßgeschneiderte Lösungen sind aber teuer und in der Regel illiquid (Demary et al., 2015).

Auch andere Faktoren dürften einer Substitution von Krediten durch Anleihen Grenzen setzen. So sind Bankkredite besser geeignet, Informationsasymmetrien zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer zu überwinden. Langfristige Kundenbeziehungen verbessern den Einblick der Banken in die Finanzgebarung des kreditnehmenden Unternehmens und ermöglichen es den Banken, die Kreditnehmer besser zu

beurteilen. Die dabei entstehenden impliziten Bindungen zwischen Bank und Kreditnehmer erleichtern auch die Regelung von Leistungen, die ex ante nicht vertraglich vereinbart werden können. Diese Nähe zwischen Bank und Kreditnehmer ist aber nicht notwendigerweise von Vorteil. Haselmann et al. (2014) zeigen, dass enge persönliche Bindungen zwischen Bank- und Firmenmanagement zu ineffizienter Kreditvergabe führen können. Die Verbesserung sowie Standardisierung der öffentlichen Verfügbarkeit von Kreditinformationen über KMUs, wie sie im Rahmen der Kapitalmarktunion vorgesehen ist, könnte Investoren die Veranlagung in Anleihen zwar erleichtern, die höhere Flexibilität von Bankkrediten, aber auch die geringeren Losgrößen, die der Kredit ermöglicht, blieben davon jedoch unberührt.

Geförderte Kredite lassen sich – zumindest derzeit – ebenfalls nur sehr schwer durch Anleihefinanzierungen substituieren. Laut Meldedaten der OeNB¹⁵ beliefen sich die subventionierten Kredite (ohne Wohnbaukredite) an Nichtbanken Mitte 2015 auf rund 42 Mrd EUR, das waren rund 13 % der gesamten Direktkredite an Nichtbanken. Da die Daten keine Aufteilung der subventionierten Kredite auf die einzelnen volkswirtschaftlichen Sektoren ermöglichen, lässt sich der Anteil an den Unternehmenskrediten nicht angeben. Auch bei Kontokorrentkrediten ist die Substituierbarkeit durch Anleihen gering. Es gibt zwar das Instrument des Commercial Papers, das jedoch auf große Unternehmen beschränkt und in Österreich nicht sehr gebräuchlich ist.

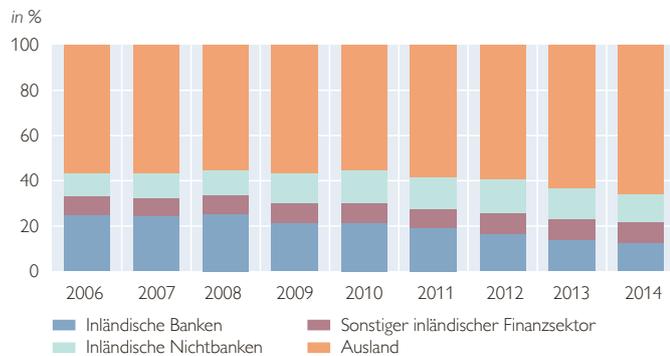
¹⁴ Diese beinhalten die Konsortialprovision für Konsortialbanken, die die Emission übernehmen und ihre Platzierung garantieren, die Marketing-Kosten, wie die Kosten für die Erstellung des Emissionsprospekts und die Vorstellung der Emission bei institutionellen Investoren (Roadshow), und schließlich die Kosten der Börsennotiz, bestehend aus der Börseneinführungsprovision und die Börsenzulassungsgebühren.

¹⁵ Vermögens-, Erfolgs- und Risikoausweis (VERA).

Setzt man Kontokorrentkredite mit kurzfristigen Krediten (Laufzeit bis zu einem Jahr) gleich, dann entspräche das Mitte 2015 etwa 28 % der MFI-Kredite an nichtfinanziellen Unternehmen.

Laut GFR werden die Anleihen von österreichischen Unternehmen zu zwei Dritteln (Ende 2014: 66 %) von ausländischen Investoren gehalten (siehe Grafik 5).¹⁶ Vor allem große, liquide Anleihen, die ein externes Rating einer Ratingagentur aufweisen, werden von internationalen Investoren gekauft. Dieses Segment wird in Österreich sehr stark von staatlichen bzw. staatsnahen Unternehmen dominiert. Der Anteil, der von ausländischen Investoren gehalten wird, hat sich seit Beginn der Krise 2008 um mehr als 10 Prozentpunkte erhöht. Im Gegenzug hat sich der Anteil der österreichischen Banken auf knapp 13 % halbiert. Seit 2011 war das von inländischen Banken gehaltene Volumen an Unternehmensanleihen sogar in nominellen Größen leicht rückläufig. Anleihen mit einem geringeren Volumen, die über kein Rating verfügen und in keinem gängigen Index vertreten sind, sind für international agierende institutionelle Investoren weniger interessant. Vielfach dürfte für KMUs auch der mangelnde Bekanntheitsgrad des Unternehmens einer Finanzierung über den Anleihemarkt, zumal in einem grenzüberschreitenden Kontext, entgegenstehen. Inwieweit die im Zusammenhang mit der Kapitalmarktunion vorgeschlagenen Maßnahmen geeignet sind, die Risikobeurteilung von kleineren, weniger bekannten Betrieben zu verbessern, hängt von der konkreten Ausgestaltung der Informationserfordernisse (Prospektrichtlinie, allgemein zugängliche Unternehmensinformationen) ab. Ähnliches gilt im Hinblick auf Emissionen

Investorenstruktur bei von österreichischen Unternehmen begebenen Anleihen



Quelle: OeNB.

mit geringeren Volumina für die geplante Verbesserung der Liquidität auf den Märkten von Unternehmensanleihen.

2.3.1 Privatplatzierungen und Schuld-scheindarlehen

Neben der Platzierung von Anleihen auf regulierten Märkten hat der Aktionsplan die Entwicklung von europaweiten Märkten für Privatplatzierungen zum Ziel, um die Finanzierungsmöglichkeiten für jene Unternehmen zu verbreitern, deren Finanzierungsbedarf für Emissionen auf geregelten Märkten nicht groß genug ist. Der Aktionsplan enthält diesbezüglich keine konkreten Initiativen auf EU-Ebene, sondern setzt auf die Förderung von Initiativen des Privatsektors. In einigen europäischen Ländern wurden bereits spezielle Marktsegmente für Anleihen von kleineren Unternehmen etabliert, wobei sich diese vor allem an die größten Unternehmen des KMU-Segments richten (Nassr und Wehinger, 2014). Es bestehen weniger strikte Emissionsanforderungen, Ratings sind nicht erforderlich. Diese nationalen Initiativen konnten die ausgeprägte Fragmentie-

¹⁶ In den internationalen Datenbanken finden sich keine Vergleichsdaten für andere Länder.

rung nicht überwinden, die grenzüberschreitenden Veranlagungen blieben gering (Nassr und Wehinger, 2014). Eine stärkere Harmonisierung der entsprechenden Regelungen – bis hin zum Gläubigerschutz –, wie sie auf der Agenda der Kapitalmarktunion stehen, könnte die grenzüberschreitenden Finanzierungsvolumina erhöhen.

In Deutschland wurden laut der Ratingagentur Scope (Scope, 2015) zwischen 2010 und dem ersten Quartal 2015 von insgesamt 149 Emittenten 194 sogenannte Mittelstandsanleihen mit einem Volumen von 7 Mrd EUR auf dem Markt platziert. Die Anforderungen an das Rating sind je nach Börsenplatz sehr unterschiedlich und reichen vom vollständigen Verzicht auf ein Rating über die Forderung nach einem Rating, egal welcher Ausprägung, bis hin zu einem Mindestrating (Feiler und Kirstein, 2014). Im Falle der Mittelstandsanleihen kommen diese Ratings zumeist nicht von den drei großen Ratingagenturen S&P, Moody's oder Fitch, sondern von kleineren Ratingunternehmen wie Euler Hermes, Creditreform oder Scope (Steinbach, 2013). Der Umstand, dass keine Ratings von großen Agenturen existieren, verringert die Attraktivität für viele institutionelle Investoren.¹⁷ Daher sind Privatanleger unter den Investoren stark vertreten. Gleichzeitig war – trotz der (guten) Ratings – die Ausfallrate bei Mittelstandsanleihen hoch. Von den 149 Emittenten in Deutschland waren zu Ende des ersten Quartals 2015 insgesamt 30 Unternehmen mit einem kumulierten Emissionsvolumen von 1 Mrd EUR von Insolvenzen be-

troffen, was einer Ausfallrate von 15 % entspricht (Scope, 2015).¹⁸ Als Folge der hohen Ausfälle sank das Emissionsvolumen 2014 gegenüber dem Vorjahr um 53 %. Dieser Rückgang des Investoreninteresses stellt die Unternehmen angesichts der geringen Laufzeiten vor ein beträchtliches Refinanzierungsrisiko (Scope, 2014).

Im Gegensatz dazu sind auf dem Markt für Schuldscheindarlehen, der im Aktionsplan konkret hervorgehoben wird, hauptsächlich institutionelle Investoren vertreten. Dabei handelt es sich um ein Finanzierungsinstrument nach deutschem Recht, das in erster Linie von Unternehmen aus Deutschland gewählt wird. In den letzten Jahren traten auch vermehrt ausländische Emittenten auf (Koller, 2014). Bei Schuldscheindarlehen handelt es sich nicht um Wertpapiere, sondern um bilaterale Darlehensverträge, die (in der Regel) direkt institutionellen Investoren angeboten werden.¹⁹ Daher sind mit dem Schuldscheindarlehen keine Publizitäts- und wesentlich geringere Berichterstattungspflichten verknüpft. Die Dokumentation für die Platzierung von Schuldscheinen erfolgt zumeist in standardisierter Form, ein Emissionsprospekt oder ein externes Rating sind nicht erforderlich. Vor allem bei einer geringen Zahl von Financiers ist auch die Flexibilität, Diskretion und Vertraulichkeit höher (so es das Unternehmen wünscht – viele, vor allem größere Unternehmen informieren die Öffentlichkeit über die Aufnahme eines Schuldscheindarlehens). Da Schuldscheindarlehen als Forderungen und nicht als Wertpapiere gelten, bedingen sie – so-

¹⁷ Ein weiterer Gesichtspunkt, der die Attraktivität von KMU-Emissionen vermindert, ist die Tatsache, dass KMUs nicht in Indizes vertreten sind.

¹⁸ Nahezu die Hälfte der Ausfälle betraf sektorspezifische Entwicklungen im Bereich erneuerbare Energie. In einigen Fällen gab es auch Betrugsverdacht.

¹⁹ Bei kleineren Transaktionen können die Konditionen auch auf die Anlageanforderungen der Investoren abgestimmt werden – insbesondere bei strukturierten Schuldscheindarlehen.

fern diese im Anlagebestand geführt werden – keine marktbedingten ergebniswirksamen Abschreibungen. Aus diesem Grund sind Versicherungsgesellschaften stark in Schuldscheindarlehen investiert – sie halten die Papiere im Regelfall ohnehin bis zur Endfälligkeit.^{20,21}

3 Instrumente der Risikokapitalfinanzierung

3.1 Nichtbörsliches Beteiligungskapital: Private Equity

Neben der Verlagerung von Finanzierungsströmen von Banken zum Kapitalmarkt ist die Stärkung der Risikokapitalfinanzierung das zweite zentrale Element der Kapitalmarktunion. In diesem Zusammenhang nimmt Private Equity eine wesentliche Rolle im Aktionsplan ein. Die Regulierung von Private Equity wurde bereits vor einigen Jahren auf europäischer Ebene durch AIFMD (Alternative Investment Fund Manager Directive) und EuVECA (Regulation on European Venture Capital Funds, Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds) neu gestaltet. Darauf aufbauend beabsichtigt die Kommission, ein umfassendes Maßnahmenpaket zur Förderung der Risikokapitalfinanzierung in der EU vorzulegen. Dieses wird eine Änderung der EuVECA- und der EuSEF²²-Verordnungen, Vorschläge für die Schaffung EU-weiter Private-Equity-Dachfonds sowie eine finanzielle Unterstützung aus dem EU-Budget für länderübergreifende Fonds beinhalten.

Private-Equity-Fonds sind Finanzintermediäre, die Kapital von Investoren sammeln und dieses in Form einer (Minderheits-)Beteiligung bei Unternehmen veranlagen. Sie beteiligen sich auf bestimmte Zeit an Unternehmen bei gleichzeitiger aktiver Beratung, Kontrolle und Unterstützung im Management des finanzierten Unternehmens. Vor allem in der Frühphasenfinanzierung, d. h. bei Unternehmensgründungen und bei der Expansion von jungen Unternehmen ist diese Beratung und Unterstützung ein zentraler Aspekt der Unternehmensfinanzierung über Private Equity (in diesem Fall spricht man von Venture Capital). Da die Lage und Entwicklungsperspektiven der Unternehmen Außenstehenden meist wenig bekannt sind, agieren Private-Equity-Fonds für ihre Kapitalgeber quasi als „delegated monitors“ im Sinne von Diamond und Dybvig (1983).

Daneben kommt Private Equity aber für Restrukturierungen und Eigentümerwechsel auch in reiferen Unternehmen zur Anwendung. Gerade gegen die Beteiligung an Unternehmen, die nicht aus unternehmerisch-strategischen Gründen, sondern primär im Sinne einer Finanzanlage erfolgt, wurden auch kritische Stimmen vorgebracht.²³ Ein Kritikpunkt lautet, dass es sich dabei um kurzfristig orientierte Finanzinvestoren handelt, die die Unternehmen, an denen sie sich beteiligen, zerlegen und Reserven auflösen, um die Beteiligung dann wieder zu verkaufen und das Unternehmen geschwächt zurückzulassen. Daneben

²⁰ Siehe Koller (2014), *Institutional Money* (2012).

²¹ Andererseits ist die Liquidität von Schuldscheindarlehen eingeschränkt. Die Übertragung erfolgt durch Vertragsübernahme (Zession) bei gleichzeitiger Benachrichtigung der Zahlstelle und der Emittentin. Es gibt keinen Handel über Börse und keine elektronische Abwicklung über Clearing-Systeme. Daher sind Schuldscheindarlehen vor allem für „buy and hold“-Investoren geeignet.

²² *European Social Entrepreneurship Funds (Europäische Fonds für soziales Unternehmertum)*.

²³ Eine ausführliche Darstellung der Probleme, die mit dieser Finanzierungsform einhergehen, bieten Applebaum und Batt (2014), die sich im Wesentlichen auf die USA beziehen.

wird kritisiert, dass viele dieser Akquisitionen in sehr hohem Maß über Fremdkapital finanziert werden. Dadurch würde den übernommenen Unternehmen eine hohe Schuldenlast aufgebürdet oder durch üppige Ausschüttungen die Substanz der Unternehmen geschwächt.

Jährliche Daten über Private-Equity-Transaktionen (allerdings keine Daten über die Bestände) werden für die Zeit seit 2007 von Invest Europe, einer europäischen Venture-Capital-Organisation, für alle Mitgliedsländer erhoben.²⁴ Seit Beginn der Krise sind die Private-Equity-Volumina deutlich gesunken. Europaweit betrafen nahezu 85 % der Transaktionen im Zeitraum 2007 bis 2014 Finanzierungen von KMUs; bezogen auf das Finanzierungsvolumen betrug der Anteil der KMUs allerdings nur rund ein Viertel (26 %). Das durchschnittliche Volumen einer KMU-Finanzierung betrug 2,6 Mio EUR, die Finanzierung eines großen Unternehmens war mit 39,5 Mio EUR fünfzehnmal so groß.²⁵

In Österreich ist das Volumen von Private-Equity-Finanzierungen insgesamt sehr gering (Tabelle 5). Im Zeitraum 2007 bis 2014 flossen österreichischen Unternehmen brutto 3,6 Mrd EUR an Private-Equity- und Venture-Capital-Finanzierungen zu. Das entsprach 0,13 % des BIP, mit Ausnahme Griechenlands der niedrigste Wert unter allen hier betrachteten Ländern. Netto, nach Abzug der Disinvestitionen, waren es 0,07 % des BIP. Bezieht man diesen Wert auf das gesamte

Außenfinanzierungsvolumen bzw. auf das von außen zugeflossene Eigenkapital des Unternehmenssektors (gemäß GFR) – um die unterschiedlichen Finanzierungsstrukturen der Unternehmen in den einzelnen Länder zu berücksichtigen – verbessert sich die Position Österreichs etwas. Insgesamt beträgt das Private-Equity-Aufkommen jeweils rund die Hälfte des EU-Durchschnitts. Bezogen auf die Anzahl der Transaktionen²⁶, unabhängig vom damit verbundenen Finanzierungsvolumen, ist die Position Österreichs hingegen sogar leicht überdurchschnittlich. In absoluten Zahlen wurden von Invest Europe in Österreich über den betrachteten Zeitraum 895 Transaktionen registriert, das entsprach 0,3 % der gesamten österreichischen Unternehmen im Jahr 2012, gleich hoch wie im Durchschnitt der betrachteten Länder.

Eine bei geringem Mittelaufkommen relativ hohe Anzahl finanzierter Unternehmen impliziert eine vergleichsweise sehr geringe Transaktionsgröße in Österreich. Mit rund 4 Mio EUR war die durchschnittliche Private-Equity-Transaktion nur knapp halb so groß wie im Durchschnitt der betrachteten EU-Länder. In gewisser Weise mag dies mit dem Fehlen sehr großer Unternehmen in Österreich im Zusammenhang stehen, aber insgesamt ist die Unternehmenslandschaft in Österreich – wie in Abschnitt 1.1 dargestellt – nicht durch einen besonders geringen Anteil von Großbetrieben geprägt. Ein gewisser Zusammenhang könnte mit dem relativ hohen Anteil

²⁴ Aufgrund einer substanziellen Änderung der Erhebungsmethode sind die Daten mit jenen aus der Zeit vor 2007 nicht vergleichbar. Da aufgrund geringer Volumina die einzelnen Jahreswerte vor allem in kleineren Ländern vielfach stark von einzelnen größeren Transaktionen getrieben und somit sehr volatil sind, wird in diesem Abschnitt jeweils nur der Durchschnitt über den Zeitraum 2007 bis 2014 betrachtet.

²⁵ Die Daten von Invest Europe ermöglichen keine Aufgliederung auf einzelne Finanzierungsphasen oder einzelne Länder.

²⁶ Genau genommen ermöglichen die Zahlen von Invest Europe nur eine Angabe über die pro Jahr finanzierten Unternehmen. Wenn ein Unternehmen von einem Financier mehrmals in einem Jahr Finanzierungen erhält, werden diese nur einmal gezählt.

Tabelle 5

Private Equity¹

Finanzierungsvolumina (Summe 2007 bis 2014)

Finanzierungsvolumina	Auslandsanteil				Finanzierungen durch ausländische Fonds		Finanzierungen durch inländische Fonds		Durchschnittliche Größe einer Transaktion	Anzahl der Transaktionen	Anteil Hightech	Venture Capital	Erstmalige Finanzierungen	
	Brutto	Netto ²			Brutto (inkl. Finanzdienstleistungen)									
	in % des BIP	in % des BIP	in % der Unternehmenspassiva ³	in % des Eigenkapitals ³	in % der Finanzierungen	in % des BIP	in % des Eigenkapitals ³	in % des BIP	in % des Eigenkapitals ³	in Mio EUR	in % der Anzahl der Unternehmen	in % der Finanzierungen	in % der Finanzierungen	in % der Finanzierungen
Österreich	0,13	0,07	1,3	3,4	86,7	0,06	2,9	0,01	0,4	4,0	0,30	10,0	14,4	57,9
Deutschland	0,25	0,09	2,6	9,5	17,8	0,02	1,7	0,07	7,8	5,2	0,47	9,9	11,2	48,6
Vereinigtes Königreich	0,50	0,22	6,6	17,3	12,7	0,03	2,2	0,19	15,1	15,2	0,35	8,7	8,3	54,3
Frankreich	0,36	0,16	2,0	4,2	16,4	0,03	0,7	0,14	3,5	9,5	0,23	9,3	10,3	41,9
Italien	0,14	0,07	2,7	5,7	37,5	0,03	2,1	0,04	3,5	17,8	0,03	5,3	3,2	54,1
Spanien	0,20	0,07	4,9	2,2	21,5	0,02	0,5	0,06	1,8	12,3	0,06	7,8	9,0	57,8
Niederlande	0,39	0,15	4,2	14,4	45,3	0,07	6,5	0,08	7,9	8,0	0,30	7,1	8,0	54,2
Schweden	0,56	0,28	3,4	9,8	31,1	0,09	3,0	0,19	6,7	5,4	0,50	9,4	13,0	38,6
Belgien	0,32	0,15	1,0	2,2	74,6	0,11	1,6	0,04	0,6	7,1	0,24	9,2	9,7	44,0
Dänemark	0,42	0,12	4,4	2,6	35,1	0,04	0,9	0,08	1,7	11,3	0,37	20,6	10,3	44,4
Finnland	0,38	0,39	6,7	21,4	25,7	0,10	5,3	0,30	16,1	3,2	0,83	11,1	14,4	40,9
Irland	0,17	0,10	0,7	-7,0	82,9	0,08	-5,8	0,02	-1,2	5,3	0,44	25,8	19,4	41,9
Griechenland	0,04	0,02	0,7	3,4	41,2	0,01	1,4	0,01	2,0	16,9	0,01	1,4	13,0	82,5
Portugal	0,17	0,12	1,7	6,4	11,0	0,01	0,7	0,11	5,7	2,8	0,11	6,8	15,2	60,7
EU-14	0,33	0,15	3,4	7,8	27,6	0,04	1,6	0,11	6,2	10,1	0,29	9,4	9,8	48,9
Österreich/ EU-14 (in %)	39	46	39	43	315	157	181	8	7	40	102	107	146	118

Quelle: Invest Europe, Eurostat, eigene Berechnungen.

¹ Ohne Finanzdienstleistungen.² Netto: Brutto abzüglich Disinvestitionen.³ Gemäß Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungsrechnung.⁴ Ungewichteter Mittelwert der jeweiligen Länder.

der Frühphasenfinanzierung in Österreich bestehen. Im Zeitraum 2007 bis 2014 entfiel mit 14,4% des gesamten Aufkommens ein vergleichsweise hoher Anteil auf Venture Capital im engeren Sinne. Der Umstand, dass mehr als die Hälfte der Finanzierungen erstmals den finanzierten Betrieben zur Verfügung gestellte Mittel waren, könnte ebenfalls eine Rolle spielen. Auch der Anteil der Mittel, der an den Hightechsektor²⁷ ging, war mit 10% überdurchschnittlich hoch.

Auffallend ist für Österreich der hohe Anteil an von ausländischen Fonds bereitgestellten Mitteln. Im Durchschnitt stammten über den gesamten betrachteten Zeitraum 87% der Private-Equity-Finanzierungen von ausländischen Fonds; das war der höchste Wert unter allen betrachteten Ländern. Generell ist der Anteil der Finanzierungen durch ausländische Fonds in kleineren Ländern zumeist deutlich höher als in größeren. Gleichzeitig weisen Länder mit geringen Inlandsanteilen

²⁷ Gemäß Invest Europe, die allerdings den Begriff Hightech nicht näher erläutert.

len (neben Österreich auch Belgien und Irland) geringe Anteile von Private Equity an der Unternehmensfinanzierung auf.

Beim Mittelaufkommen der österreichischen Private-Equity-Fonds war der Anteil staatlicher Agenturen im Zeitraum 2007 bis 2012²⁸ mit rund einem Drittel (33,5%) sehr hoch (5,1% in Europa insgesamt). Darin spiegelt sich zweifellos der Umstand, dass Österreich in seiner Venture-Capital-Förderung den Weg der staatlichen Kofinanzierung (über die Austria Wirtschaftsservice Gesellschaft mbH, AWS) gewählt hat. Angesichts der umfangreichen Förderaktivitäten der AWS dürfte das vergleichsweise geringe Volumen von Venture Capital in Österreich nicht primär an einer zu geringen Förderung liegen. Andererseits reflektiert sich darin das nahezu vollständige Fehlen von institutionellen Investoren an der Aufkommenseite der inländischen Private-Equity-Fonds. In den Jahren 2007 bis 2012 stammten nur 14,7% der Mittelzuflüsse von institutionellen Investoren, im Durchschnitt der 14 hier betrachteten EU-Länder waren es hingegen 51,3%. Das Hauptproblem der Private-Equity-Finanzierung in Österreich dürfte daher weniger der Zugang zu ausländischen Finanzierungsquellen, sondern eher das inländische Finanzierungsaufkommen sein.²⁹ Zweifellos wäre es zu begrüßen, wenn noch mehr Mittel von internationalen Fonds in österreichische Unternehmen fließen würden, angesichts der spezifischen Funktionen von Private Equity bzw. Venture Capital ist allerdings nicht davon auszugehen, dass der Auslandsanteil noch substantiell gesteigert werden

kann, da Private-Equity-Fonds vorzugsweise in Unternehmen in räumlicher Nähe investieren (Lerner, 1995).

Noch größer als der Bedarf an direkten Regelungen dürften die indirekten Wirkungen anderer Maßnahmen des Aktionsplans auf Private Equity sein, insbesondere die Maßnahmen zum Ausbau der Kapitalmärkte, die für Exits wesentlich sind. Üblicherweise werden bei Private-Equity-Investments keine Dividenden ausbezahlt. Der Ertrag wird vielmehr durch die Veräußerung der Anteile – im Zuge einer erfolgreichen Börseneinführung oder anderweitig – am Ende der Laufzeit lukriert. Hingegen ist angesichts des zumeist sehr proprietären Charakters der Informationen im Zusammenhang mit Private-Equity-Finanzierungen von den Maßnahmen zur Standardisierung von Kreditinformationen und Vereinfachung der Rechnungslegungsstandards kein Impuls zu erwarten. Anders als bei einer einfachen Kreditwürdigkeitsprüfung kommt es auf unternehmerische Erfahrung und Managementkompetenz in der Finanzierungsgesellschaft an.

Nicht angesprochen wird durch den Aktionsplan eine möglicherweise geringere Nachfrage nach Risikokapital aufgrund struktureller Faktoren. Studien (wie etwa Jud et al., 2013) zeigen, dass die Inanspruchnahme von Risikokapital stark mit zahlreichen Indikatoren der Bildungs- und Innovationsintensität der einzelnen Länder, wie etwa der Anzahl von Universitätsabsolventen, dem Anteil an technologieintensiven Branchen, öffentlichen und privaten Forschungs- und Entwicklungsausgaben korreliert.

²⁸ Diese Daten werden von Invest Europe seit 2013 nicht mehr für einzelne Länder veröffentlicht.

²⁹ Aber selbst für die europäischen Private-Equity-Fonds vertritt Invest Europe die Einschätzung, dass diese generell zu klein sind, um für große institutionelle Investoren als Anlageziel attraktiv zu sein, da die mit der Bonitätsprüfung und dem Portfoliomanagement einhergehenden Kosten einer starken Fixkostendegression unterliegen (EVCA/ Invest Europe, 2015).

3.2 Crowdfunding

Als integralen Bestandteil des Spektrums von Finanzierungsoptionen für europäische Unternehmen und insbesondere KMUs formuliert der Aktionsplan das Ziel einer europaweiten Stärkung von Crowdfunding. Basierend auf einer Analyse des europäischen Crowdfunding-Marktes will die Kommission in weiterer Folge über Maßnahmen zur unionsweiten Entwicklung der Crowdfunding-Märkte entscheiden.

„Crowdfunding“³⁰ ist der Oberbegriff für eine Reihe von (hauptsächlich) onlinebasierten Instrumenten und stellt eine Weiterführung der Crowdsourcing-Idee dar, die darauf beruht, sich bei der Umsetzung bestimmter Aufgaben bzw. Projekte über das Internet an eine nicht näher definierte heterogene Gruppe von Menschen zu wenden. Als fundamentale Säule steht hinter den bisherigen Entwicklungen des Crowdfunding-Marktes das Internet. Bei allen hier betrachteten Erscheinungsformen wird über Online-Marktplätze die Finanzierungszusage einer Vielzahl von

Geldgebern gebündelt und je nach Finanzierungsform – kreditbasiert (Crowdlending), anteilsbasiert (Crowdinvesting) oder auf Gegenleistungsbasis (Reward-Based-Crowdfunding) – an den Kapitalnehmer ausbezahlt.

Angesichts des relativ frühen Entwicklungsstadiums sind kaum aussagekräftige internationale Vergleichsdaten zum Crowdfunding-Markt vorhanden. Die umfangreichste Datenquelle ist Wardrop et al. (2015), die mittels einer eigens dafür durchgeführten europaweiten Online-Befragung Daten von 255 europäischen Plattformen für die Jahre 2012 bis 2014 gesammelt haben (siehe Tabelle 6). Auch wenn bei den Finanzierungsinstrumenten sehr hohe Wachstumsraten verzeichnet wurden, ist der Beitrag zur Unternehmensfinanzierung noch sehr gering. In Europa verzeichnet das Vereinigte Königreich, sowohl absolut als auch bezogen auf die gesamten Unternehmenspassiva, mit Abstand die größten Marktvolumina. Österreich weist demgegenüber noch ein äußerst geringes Crowdfunding-Vo-

Tabelle 6

Crowdfunding

Finanzierungsströme 2012 bis 2014

	Crowdlending	Reward-Based-Crowdfunding und Crowdinvesting	Summe	Veränderung 2012 bis 2014 p. a.	
	in Mio EUR			in % der Passiva	in %
Österreich ¹	3,6
Deutschland	78,1	6,1	84,2	0,002	115,0
Vereinigtes Königreich	218,0	1.332,0	1.550,0	0,026	174,6
Frankreich	94,1	8,3	102,4	0,001	111,7
Spanien	80,6	17,1	97,7	0,003	112,3
Niederlande	29,5	57,0	86,5	0,005	102,2
Summe (ohne Österreich)	500,3	1.420,5	1.920,8	0,008	127,7

Quelle: Wardrop et al. (2015).

¹ Inkl. anderer Formen von Crowdfunding.

³⁰ Für eine umfangreiche Darstellung siehe beispielsweise Beck (2014) oder Sixt (2014).

lumen auf.³¹ Im Hinblick auf die Kapitalmarktunion ist bemerkenswert, dass Crowdfunding-Märkte zumindest bisher sehr stark national strukturiert waren. Nahezu 50 % der von Wardrop et al. (2015) befragten Plattformen verzeichneten keine Investments aus dem Ausland, 35 % einen Anteil von 1 % bis 10 % und 10 % einen Auslandsanteil von 11 % bis 30 %.

Inwieweit Crowdfunding-Instrumente das Potenzial haben, für Unternehmen einen dauerhaften Zugang zu Finanzierungen zu schaffen, hängt primär vom Spannungsfeld zwischen Investorenschutz auf der einen und der mit der Informationsbereitstellung verbundenen Kostenbelastung für kapital-suchende Unternehmen auf der anderen Seite ab. Moral-Hazard- und Adverse-Selection-Probleme, die in jeder Finanzierungsentscheidung ein zentrales Problem darstellen, wiegen bei Crowdfunding aufgrund der vielfach stark ausgeprägten Informationsasymmetrien zwischen Investoren, Plattformen und Unternehmen besonders schwer und können dazu führen, dass ein „Lemons“-Markt in dem Sinne entsteht, dass nur diejenigen Unternehmen auf dem Crowdfunding-Markt übrigbleiben, die nirgends sonst Kapital aufnehmen können (Dorfleitner et al., 2014; Wilson und Testoni, 2014). Erschwert werden diese Adverse-Selection-Probleme vielfach dadurch, dass Crowdinvestoren bzw. -lender eher geringe Beträge investieren, wodurch jeder einzelne einen geringeren Anreiz bzw. oft auch geringere Möglichkeiten hat, eine sorgfältige Unternehmensanalyse vorzunehmen (was den erhofften „wisdom of the crowd“-Effekt entschei-

dend schwächen kann). Gleichzeitig dürften Crowdfunding-Investoren dieses Risiko nicht durch angemessene Diversifikation ihres Portfolios ausgleichen (Dorfleitner et al., 2014; Wilson und Testoni, 2014). Das hat nicht nur Implikationen für die Finanzanlagen der Haushalte, sondern kann bei großen Ausfällen diese Finanzierungsoption für kapital-suchende Unternehmen auch nachhaltig beeinträchtigen. Eine Reihe von Plattformbetreibern hat bereits begonnen, auf diese Problematik zu reagieren, indem sie zunehmend Bonitätsprüfungen vornehmen oder Managementsysteme einrichten, die die Interessen der Investoren gegenüber den Unternehmen wahrnehmen. Ebenso gibt es Plattformen, auf denen Investoren erst agieren dürfen, wenn sie entsprechende Fachkenntnisse nachgewiesen haben oder aber liquide genug sind, um hohe Investment-Minima zu überschreiten (Wilson und Testoni, 2014). Das heißt, diese Plattformen nehmen vermehrt Intermediationsfunktionen wahr.

4 Zusammenfassung

Das Projekt Kapitalmarktunion hat zum Ziel, durch die Verbesserung der Marktinfrastruktur und den Ausbau der Rolle der Nichtbanken-Intermediäre all jene Formen von Finanzierungen zu stärken, die nicht direkt über die Bankbilanzen erfolgen. Eine Hauptstoßrichtung der Kapitalmarktunion ist die Stärkung der Risikokapitalfinanzierung der Unternehmen, was angesichts der vergleichsweise niedrigen Eigenkapitalbasis der österreichischen Unternehmen auch aus österreichischer Perspektive einen wertvollen Beitrag zur

³¹ Eine alternative rezente Datenquelle ist CrowdfundingHub (2016), die zwar Daten bis 2015 enthält, diese allerdings für die einzelnen Länder in weniger systematischer Form aufbereitet. Für Österreich zeigt sich, dass seit 2013 in Summe 11,1 Mio EUR über eigenkapitalbasiertes Crowdfunding lukriert wurden, davon alleine 8,1 Mio EUR im Jahr 2015. Diese Zahl bestätigt, dass die Dynamik von Crowdfunding auch in Österreich weiter im Steigen begriffen ist, der Beitrag zur Unternehmensfinanzierung aber weiterhin sehr gering ist.

Stärkung der Finanzmarktstabilität darstellt. Insbesondere soll jungen Unternehmen mit hohem Innovationspotenzial, die aufgrund von Moral-Hazard- und Adverse-Selection-Problemen zumeist keinen Kredit von Banken erhalten, der Zugang zu Eigenkapitalfinanzierungen erleichtert werden. Diese Unternehmen könnten von vereinfachten, harmonisierten und transparenten Kapitalmarktregelungen profitieren. Gerade im Bereich der Gründungs- und der Innovationsfinanzierung, die in der Regel nicht mit dem Risikoprofil von Banken kompatibel sind, gibt es in Österreich zweifellos Verbesserungsbedarf, wie etwa die niedrige Neugründungsrates oder das geringe Aufkommen von (inländischen) Private-Equity-Finanzierungen zeigen.

Die zweite zentrale Leitlinie des Aktionsplans ist es, innerhalb der Fremdkapitalaufbringung den Beitrag von Nichtbanken-Intermediären zu stärken. Selbst wenn die Bedeutung der Kreditfinanzierung weiter abnehmen sollte, werden Banken weiterhin eine wesentliche Funktion im gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsprozess innehaben. Insbesondere wird der Bankkredit die wesentliche Quelle für die Fremdfinanzierung von kleineren und mittleren Unternehmen bleiben – alleine schon angesichts der Diskrepanz zwischen den von Unternehmen zumeist gebrauchten Volumina und den – auch nach Umsetzung der im Rahmen der Kapitalmarktunion geplanten Erleichterungen – für Kapitalmarktfinanzierungen erforderlichen Mindestgrößen. Der Kreditmarkt wird in Zukunft auch deshalb weiter in Anspruch genommen, weil die Finanzierungserfor-

dernisse für eine Kapitalmarktfinanzierung zu stark schwanken oder die Besicherung zu komplex ist. Zudem werden in dem Ausmaß, in dem sich Finanzierungen zum Kapitalmarkt verschieben, bei den Banken Ressourcen frei für zusätzliche Kredite an Unternehmen (etwa KMUs), die keine Mittel auf dem Kapitalmarkt aufnehmen können oder wollen.³²

In Österreich gab es auf nationaler Ebene bereits zahlreiche Versuche, den Kapitalmarkt zu beleben, allerdings ohne anhaltenden Effekt. Zwar trugen Maßnahmen zum Investorenschutz wie die Regelungen zur Offenlegung von Unternehmensinformationen oder die Implementierung von Verhaltensregeln für börsennotierte Unternehmen durchaus zum Abbau von Informationsasymmetrien bei. Aus Unternehmenssicht stellten diese Maßnahmen aber zusätzliche Kosten dar. Insbesondere für Unternehmen mit geringerem Finanzierungsbedarf brachten sie keine Erleichterung für die Mittelaufnahme auf dem Kapitalmarkt. Auch dem Versuch, durch Bündelung von Einzelemissionen die Kosten der Mittelaufnahme breiter zu streuen, war letztlich kein nachhaltiger Erfolg beschieden. Ansätze, durch Stärkung der Nachfrage nach österreichischen Aktien die Mittelaufnahme auf dem Kapitalmarkt zu erleichtern, wie sie etwa die Regelungen im Zusammenhang mit der prämiengünstigten Zukunftsvorsorge darstellen, waren wiederum unter Aspekten der Risikostreuung problematisch. Unter diesem Gesichtspunkt erscheinen Maßnahmen im Rahmen des Aktionsplans, die grenzüberschrei-

³² Im Rahmen der Bankenregulierung wurden durch Erleichterungen bei der Eigenmittelunterlegung von KMU-Krediten (geringere Risikogewichte als bei großen Unternehmen, SME-Faktor, usw.) ebenfalls Maßnahmen ergriffen, um die Kreditfinanzierung von KMUs durch Banken zu unterstützen.

tende Veranlagungen fördern, zielführender.

Eine Möglichkeit, die Vorteile von Bankkredit und Kapitalmarktfinanzierung zu verbinden, ist die Verbriefung von Unternehmenskrediten durch die Banken, die in Österreich bislang eine untergeordnete Rolle spielten. Ob bzw. in welchem Ausmaß sich das in Zukunft ändert, hängt von der konkreten Ausgestaltung der Verbriefungen – etwa der Tranchierungen – ab. Aus der Sicht der Unternehmen erhöhen Verbriefungen zwar möglicherweise die Bereitschaft und/oder Fähigkeit der Banken zur Kreditvergabe, sie reduzieren aber die Bankenabhängigkeit der Unternehmensfinanzierung nicht. Umgekehrt erhöhen sie die Kapitalmarktabhängigkeit der Bankenrefinanzierung. Nicht vernachlässigt werden darf, dass Verbriefungen ähnlich wie Anleihen bei Zahlungsschwierigkeiten ein Nachverhandeln der Banken mit den Schuldnern deutlich erschweren.

Ein stärkeres Engagement von institutionellen Investoren wie etwa Kreditfonds kann in Anbetracht des Umstands, dass sich Fonds eher in risikoreicheren Krediten engagieren, einerseits für wachstumsträchtige, aber eben riskantere Projekte eine zusätzliche (oder überhaupt eine) Finanzierungsoption eröffnen. Andererseits könnten jedoch Schwankungen in der Risikotoleranz von institutionellen Investoren – entgegen der Intention der Kapitalmarktunion – zusätzliche Zyklizität in das Finanzierungsangebot für den Unternehmenssektor bringen.

Auch wenn in Österreich die Finanzierungsprobleme für den Unternehmenssektor eher gering waren, kann eine Diversifizierung der Finanzierungsoptionen durch das Projekt Kapitalmarktunion dem Unternehmenssektor komplementäre Finanzierungsquellen erschließen und auf diese Weise

Finanzierungsrisiken vermindern. Kapitalmärkte können dazu beitragen, die wirtschaftliche Entwicklung im Konjunkturverlauf zu stabilisieren, indem sie es erleichtern bzw. ermöglichen, Chancen und Risiken von Investitionsprojekten in einem breiteren Kreis von Anlegern zu streuen, die bereit und in der Lage sind, die damit verbundenen Risiken zu tragen. Aus Stabilitätssicht beseitigt eine weitere Verlagerung der Finanzierung aus dem Bankensektor eine Intermediationsebene, auch wenn eine Diversifizierung der Finanzierungsformen nicht per se stabilisierend ist. Generell hätte eine stärkere Kapitalmarktorientierung wesentliche Konsequenzen für die Risikoallokation innerhalb des Finanzsystems. Während in bankenorientierten Finanzsystemen das Finanzierungsrisiko durch die Kreditvergabe von – nunmehr stärker regulierten – Banken getragen wird, würden sich Finanzierungsströme durch die Kapitalmarktunion zu anderen Intermediären oder zu Privatpersonen verlagern. Ein wesentlicher Faktor werden dabei die Fähigkeiten und Möglichkeiten dieser Financiers sein, die eingegangenen Risiken adäquat zu evaluieren und zu beobachten. Die Entwicklungen auf dem deutschen Markt für Mittelstandsanleihen illustrieren die Risiken, die insbesondere mit einem stärkeren Engagement von Privatpersonen in derartigen Instrumenten verbunden sein können. Sie veranschaulichen auch die steigenden Anforderungen an die Beurteilung der einzugehenden und eingegangenen Risiken – sowohl bei der Wahl von Finanzprodukten, die von anderen Intermediären begeben werden als auch – wahrscheinlich noch relevanter – bei direkten Veranlagungen. Eine mögliche Konsequenz dieser Entwicklungen könnte die Notwendigkeit sein, Maß-

nahmen zur Finanzbildung weiter auszubauen.

Ein weiteres Ziel ist die Überwindung von Informationsbarrieren für Finanzierungen von Unternehmen, insbesondere von KMUs. Im Hinblick auf die geringere Verfügbarkeit von nachvollziehbaren und glaubwürdigen Informationen über die wirtschaftliche Situation von kleineren oder neu gegründeten Unternehmen beabsichtigt der Aktionsplan, europaweite Informationssysteme zu entwickeln und zu fördern. Da Informationsasymmetrien zwischen potenziellen Kapitalgebern und kapitalsuchenden Unternehmen die Kosten der externen Finanzierung erhöhen, kann eine höhere Transparenz dazu beitragen, die Finanzierungskosten für das Unternehmen zu senken bzw. das Zustandekommen von Transaktionen überhaupt erst zu ermöglichen. Gleichzeitig kann eine höhere Transparenz die Risikoidentifikation

und -bepreisung im Finanzierungsprozess verbessern und so Fehlallokationen von Kapital verringern. Der direkte Kontakt mit Investoren und die damit einhergehenden umfassenden Informationserfordernisse (zumal bei einer Mittelaufnahme auf einem geregelten Markt) haben jedoch auch erhebliche Auswirkungen auf die Corporate Governance eines Unternehmens. Die Bereitschaft zur Offenlegung von Unternehmensinterna könnte gerade bei eigentümer- und familiengeführten Unternehmen, die eine große Rolle in Österreich spielen, nicht sehr ausgeprägt sein.

Schließlich wird eine Reihe von Faktoren, die grenzüberschreitende Finanzierungen bisher behinderten, durch die Kapitalmarktunion nicht adressiert: Neben weiterhin bestehenden rechtlichen und steuerlichen Unterschieden zählen dazu auch Sprachbarrieren und politische Risiken.

Literaturverzeichnis

- Andreasch, M., P. Fessler und M. Schürz.** 2015. Financing the Austrian economy – a bird's eye view based on the financial accounts from 1995 to 2014 and a look at the road ahead. In: Monetary Policy & the Economy Q4/15. OeNB. 55–73.
- Applebaum, E. und R. Batt.** 2014. Private Equity at Work. When Wall Street Manages Main Street. New York (Russel Sage Foundation).
- Beck, R.** 2014. Crowdfunding: Die Investition der Vielen. Kulmbach: Börsenmedien AG. 3. Auflage.
- Beer, C. und W. Waschiczek.** 2012. Der Bankkredit in der Finanzierung des Unternehmenssektors in Österreich. In: Wirtschaftspolitische Blätter 59 (1). 29–42.
- Bundesverband deutscher Banken.** 2014. Verbriefungsmarkt und Unternehmensfinanzierung. 11. Juli.
- Creditreform.** 2015. Kreditfonds in Europa – Direct Lending im Aufwind. Financial Research. August.
- CrowdfundingHub.** 2016. Current State of Crowdfunding in Europe. Amsterdam.
- Demary, M., M. Diermeier und H. Haas.** 2015. A Capital Markets Union for Europe: The Role of Banks and Markets. IW Policy Paper Nr. 18/2015.
- Diamond, D. W. und P. H. Dybvig.** 1983. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. In: The Journal of Political Economy 91. Juni. 401–419.
- Dirschmid, W. und W. Waschiczek.** 2005. Institutionelle Determinanten der Eigenkapitalbildung in Österreich. In: Finanzmarktstabilitätsbericht Nr. 9. OeNB. Juni. 81–98.

- Dorfleitner, G., J. Kapitz und M. Wimmer. 2014.** Crowdfunding als Finanzierungsalternative für kleine und mittlere Unternehmen. In: Die Betriebswirtschaft (DBW) 74(5). 283–303.
- ECB. 2002.** Report on Financial Structures.
- Europäische Kommission. 1989.** Der europäische Finanzraum. Luxemburg: Amt für amtliche Veröffentlichungen der Europäischen Gemeinschaften.
- Europäische Kommission. 2003.** Empfehlung der Kommission vom 6. Mai 2003 betreffend die Definition der Kleinstunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen. (2003/361/EG).
- Europäische Kommission. 2014.** Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union. COM(2014) 172 final.
- European Commission. 2015a.** Green Paper: Building a Capital Markets Union. COM(2015) 63 final.
- European Commission. 2015b.** Initial reflections on the obstacles to the development of deep and integrated EU capital markets. Staff Working Document accompanying the Green Paper: Building a Capital Markets Union. SWD(2015)13.
- European Commission. 2015c.** Action Plan on Building a Capital Markets Union – Economic Analysis. COM(2015) 468 final. Brussels.
- European Commission. 2015d.** Understanding Crowdfunding and its Regulations – How can Crowdfunding help ICT Innovation? JRC Science and Policy Report.
- EVCA/Invest Europe. 2015.** Response to the European Commission Green Paper on Building a Capital Markets Union.
- Feiler, M. und U. Kirstein. 2014.** Mittelstandsanleihen – ein Erfolgsmodell für alle Parteien. Wiesbaden: Springer Fachmedien.
- Fenz, G., C. Ragacs, M. Schneider, K. Vondra und W. Waschiczek. 2015.** Causes of declining investment activity in Austria. In: Monetary Policy & the Economy Q3/15. OeNB. 12–34.
- Haselmann, R., V. Vig und D. Schoenherr. 2014.** Lending in Social Networks. Mimeo.
- Institutional Money. 2012.** Schuldscheindarlehen: Kaum bemerkte Wachstumsstory. In: Magazin. Ausgabe 1/2012. www.institutional-money.com.
- Ivashina, V. und Z. Sun. 2011.** Institutional Demand Pressure and the Cost of Corporate Loans. Journal of Financial Economics 99(3). 500–522.
- Jud, Th., J. Marchart, K. S. Friesenbichler, M. Peneder und S. Haslinger. 2013.** Risikokapital in Österreich: Angebots- und nachfrageseitige Erklärungen der geringen Ausprägung und Empfehlungen zu ihrer Überwindung. Improveo, WIFO und AVCO. Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft, Familie und Jugend sowie Austria Wirtschaftsservice Gesellschaft mbH.
- Koller, R. 2014.** Schuldscheindarlehen – Einführung und Überblick. In: Ekkenga, J. und H. Schröer. Handbuch der AG Finanzierung. Carl Heymanns Verlag. 1177–1204.
- Kraemer-Eis, H., F. Lang und S. Gvetadze. 2015.** European Small Business Finance Outlook. EIF Working Paper 2015/28. Juni.
- Lerner, J. 1995.** Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms. In: Journal of Finance 50 (1). 301–318.
- Nandy, D. und P. Shao. 2007.** Institutional Investment in Syndicated Loans. UBC Winter Finance Conference.
- Nassr, I. K. und G. Wehinger. 2014.** Non-bank debt financing for SMEs: The role of securitisation, private placements and bonds. In: OECD Financial Market Trends 2014/1. 139–159.
- Nini, G. 2013.** Institutional Investors in Corporate Loans. The Wharton School, University of Pennsylvania. Mimeo.

- OECD. 2014.** Entrepreneurship at a Glance.
- OECD. 2015.** OECD Business and Finance Outlook.
- Raidl, C. J. 2013.** Ausstattung des österreichischen Unternehmenssektors mit Eigenkapital. In: Wirtschaftspolitische Blätter 60 (3), 557–572.
- Scope. 2013.** Outlook 2014. Deutscher SME Anleihenmarkt. 13. November.
- Scope. 2014.** Refinancing Risk Emerging in the German SME Bond Market. Oktober.
- Scope. 2015.** Lessons Learned in the German SME Bond Market. Special comment. 23. April.
- Sixt, E. 2014.** Schwarmökonomie und Crowdfunding – Webbasierte Finanzierungssysteme im Rahmen realwirtschaftlicher Bedingungen. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Steinbach, M. 2013.** Unternehmensfinanzierung über Anleihen im Mittelstand. Bond Yearbook 2012/13. 26–32.
- Sufi, A. 2009.** The Real Effects of Debt Certification: Evidence from the Introduction of Bank Loan Ratings. In: Review of Financial Studies 22 (4). 1659–1691.
- Wardrop, R., B. Zhang, R. Rau und M. Gray. 2015.** Moving Mainstream – The European Alternative Finance Benchmarking Report. EY and the University of Cambridge: London.
- Waschiczek, W. 2004.** Die Bedeutung von Anleiheemissionen für die Unternehmensfinanzierung in Österreich. In: Geldpolitik & Wirtschaft Q4/04. OeNB.41–55.
- Wilson, K. E. und M. Testoni. 2014.** Improving the Role of Equity Crowdfunding in Europe's Capital Markets. Bruegel Policy Contribution 2014/09. August.
- Woitschig, R. 2015.** Schuldscheindarlehen „made in Germany“ als tragende Säule der Unternehmensfinanzierung. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 68 (9). 440–442.