

Kapitalmarktorientierte Finanzierungsperspektiven für den österreichischen Mittelstand

Michael Halling,
Alexander Stomper,
Josef Zechner¹

Die Entwicklung und das Wachstum der österreichischen Wirtschaft hängen zu einem überwiegenden Teil von Klein- und Mittelbetrieben, so genannten KMUs, ab. Trotz ihrer geringen Größe bieten sich den KMUs interessante Investitionsmöglichkeiten, die jedoch aus verschiedenen Gründen vor allem durch Fremdkapital finanziert werden. Das in dieser Arbeit vorgestellte Finanzierungskonzept hat zum Ziel, österreichischen KMUs, die in den vergangenen Jahren verantwortungsvoll und erfolgreich gewirtschaftet haben und interessante Wachstumschancen aufweisen, durch einen innovativen Ansatz Zugang zu eigenkapitalähnlichen Finanzierungsformen zu geben. Gleichzeitig soll zudem eine Stärkung des österreichischen Kapitalmarktes herbeigeführt werden, wodurch die Investitionsmöglichkeiten der breiten Masse privater und institutioneller Investoren erhöht werden.

Einleitung

Die Entwicklung und das Wachstum der österreichischen Wirtschaft hängen zu einem überwiegenden Teil von Klein- und Mittelbetrieben, so genannten KMUs, ab. Im Moment gibt es in Österreich rund 250.000 KMUs, wobei mehr als 80% davon den Kleinstunternehmen mit 1 bis 9 Mitarbeitern zuzurechnen sind. Trotz ihrer geringen Größe bieten sich den KMUs interessante Investitionsmöglichkeiten. Die durchschnittliche Investitionsquote beträgt – über alle

Größenklassen hinweg – rund 5% bis 8% des Umsatzes. Bei der Finanzierung dieser Investitionen sind die KMUs jedoch vor allem auf Fremdkapital angewiesen, ablesbar an den vielfach geringen bzw. sogar negativen Eigenkapitalquoten. Betrachtet man beispielsweise Daten aus dem Jahr 2001, die von KMU FORSCHUNG AUSTRIA erhoben wurden, so beobachtet man Eigenkapitalquoten von –25% für die kleinsten Unternehmen und 20% für die größten Unternehmen (siehe Tabelle 1).

Tabelle 1

Eigenkapitalquoten der österreichischen KMUs im Jahr 2001 nach Umsatz

in %	bis 0,5 Mio EUR	0,5 bis 1 Mio EUR	1 bis 2 Mio EUR	2 bis 4 Mio EUR	4 bis 7,5 Mio EUR	7,5 bis 100 Mio EUR
Ausgewählte NACE-Gruppen	–24,8	–10,6	1,6	5,7	13,2	19,8
Gewerbliche Wirtschaft	–19,4	–3,6	4,9	11,4	18,6	35,0

Quelle: KMU FORSCHUNG AUSTRIA.

Mögliche Gründe für die niedrige Eigenmittelquote österreichischer Unternehmen liegen u.a. in institutionellen Determinanten wie dem bestehenden Steuersystem, dem Konkursrecht bzw. dem Hausbankenprinzip in Österreich (siehe Dirschmid und Waschiczek, 2005). Es muss festgehalten werden, dass das allgemein niedrige Niveau der Eigenkapitalquoten aus finanzwirtschaftlicher Sicht keinesfalls nur einen „Schönheitsfehler“

darstellt. Vielmehr lässt sich aufgrund der extrem hohen Verschuldung vieler Unternehmen vermuten, dass diese aufgrund von Finanzierungsrestriktionen verfügbare Investitionsmöglichkeiten nur eingeschränkt nutzen können. Für diesen eingeschränkten Zugang zu Kapital lassen sich verschiedene Gründe anführen, die im Folgenden kurz zusammengefasst werden.

Zunächst zu nachfrageseitigen Gründen, die das Phänomen erklären,

Wissenschaftliche
Begutachtung:
Vanessa Redak,
Markus S. Schwaiger,
OeNB.

¹ Das Projektteam der Universität Wien dankt den Vertretern und Experten des Kuratoriums für den österreichischen Kapitalmarkt, vor allem Michael Eberhartinger, Edith Franc, Erich Kühnelt und Siegfried Neumüller für zahlreiche wertvolle Beiträge und für hilfreiche Diskussionen.

dass Eigentümer von hochverschuldeten KMUs ein geringes Interesse haben, neues Kapital aufzunehmen. Dieser in der finanzwirtschaftlichen Literatur als „under-investment effect“ bezeichnete Effekt kommt dadurch zustande, dass die Eigentümer eines hoch verschuldeten Unternehmens damit rechnen, von Investitionen des Unternehmens nicht in vollem Ausmaß zu profitieren, da ein Teil der zusätzlichen Investitionserträge den bereits existierenden Gläubigern zugute kommt. Die bereits existierenden Eigenkapitalgeber von hoch verschuldeten Unternehmen haben demnach keine starken Anreize, zusätzliches Kapital nachzufragen und im Unternehmen zu investieren, da diese zusätzlichen Mittel im Fall eines Konkurses den Gläubigern zufließen würden. Die Effekte solcher negativer Investitionsanreize auf die Investitionstätigkeit von KMUs sind empirisch belegbar, wie es z.B. Stomper und Zulehner (2005) für KMUs im Bereich der österreichischen Hotellerie zeigen.

Es sprechen aber auch angebotsseitige Gründe für ein verschuldungsbedingtes Ausbleiben von Investitionen bei KMUs. Dazu kommt es vor allem aufgrund von Effekten, die in der finanzwirtschaftlichen Literatur als Kreditrationierung bezeichnet werden. Diese Effekte sind darin begründet, dass hoch verschuldete Unternehmen vielfach nicht in der Lage sind, zusätzliches Fremdkapital aufzunehmen, weil es dadurch zu einer Überschreitung von Verschuldungsgrenzen käme, die nur durch eine gleichzeitige Aufnahme von Eigenkapital vermeidbar wäre. Diese Problematik wird durch die bevorstehende Einführung von Basel II wahrscheinlich zumindest für große KMUs noch weiter verschärft. Obwohl die Ergebnisse

der dritten Auswirkungsstudie (Quantitative Impact Study – QIS 3) keine unmittelbare Verteuerung der Kreditkonditionen aufgrund der Einführung von Basel II nahe legen (siehe Tscherter, 2003; Altman und Sabato, 2005), ist nicht auszuschließen, dass im Zuge von Basel II bestimmte Unternehmenssegmente von einer Verteuerung bzw. Verknappung von Bankkrediten betroffen sind. Dies wird tendenziell eher auf jene KMUs zutreffen, die entweder größere Investitionsvorhaben finanzieren wollen oder bereits einen hohen Verschuldungsgrad aufweisen (siehe Heimer und Köhler, 2004).

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die hohe Verschuldung österreichischer KMUs volkswirtschaftliche Folgekosten nach sich zieht, da beispielsweise profitable Investitionsprojekte nicht durchgeführt werden und Konkurswahrscheinlichkeiten bzw. Konkurskosten entsprechend ansteigen. Darüber hinaus muss die Bedeutung einer guten Eigenmittelausstattung des Unternehmenssektors für die Finanzmarktstabilität hervorgehoben werden. Diese Bedeutung stammt vor allem von der Liquiditätsfunktion von Eigenkapital in konjunkturellen Abschwungphasen (siehe Dirschmid und Waschiczek, 2005). Das in dieser Arbeit vorgestellte Finanzierungskonzept soll dazu beitragen, den Verschuldungsgrad zu reduzieren und somit diese Folgekosten zu vermeiden. Ziel ist es, österreichischen KMUs, die in den vergangenen Jahren verantwortungsvoll und erfolgreich gewirtschaftet haben und interessante, aber nicht notwendigerweise spektakuläre Wachstumsmöglichkeiten aufweisen, durch einen innovativen Ansatz Zugang zu Eigenkapital oder eigenkapitalähnlichen Finanzierungsformen zu geben, deren Verschuldung zu reduzieren

und so zusätzliche Investitionen zu ermöglichen. Gleichzeitig soll zudem eine Stärkung des österreichischen Kapitalmarktes herbeigeführt werden, wodurch die Investitionsmöglichkeiten der breiten Masse privater und institutioneller Investoren erhöht werden. Die Notwendigkeit, das Finanzierungskonzept an den österreichischen Kapitalmarkt zu koppeln, ergibt sich aus der Tatsache, dass österreichische Unternehmen typischerweise erst ab einer bestimmten Größe bzw. oft erst in einem sehr fortgeschrittenen Stadium ihres Lebenszyklus einen Börsengang erwägen. Aus Investorensicht bestehen demnach nur sehr eingeschränkte Möglichkeiten für Investitionen in das Eigenkapital österreichischer Unternehmen, obwohl gleichzeitig viele KMUs unserer Einschätzung nach einen Mangel an Eigenkapital aufweisen. Andererseits entstehen durch die Anbindung an den Kapitalmarkt auch für KMUs Vorteile, wie beispielsweise eine Erweiterung des Finanzierungsspektrums oder positive Marketingeffekte. In dieser Studie wird aufgezeigt, wie die Eigenkapitalquoten österreichischer KMUs durch eine intermedierte Finanzierung verbessert werden können, die letztlich auch in einer Erweiterung des Spektrums der Investitionsmöglichkeiten des breiten Publikums auf dem österreichischen Kapitalmarkt resultiert.

Theoretische Grundlagen

Das Thema Eigenkapitalfinanzierung ist Gegenstand einer umfangreichen wissenschaftlichen Literatur. Dabei wird grundsätzlich zwischen verschiedenen Finanzierungsformen unterschieden, nämlich zwischen der Finanzierung über den öffentlichen Kapitalmarkt einerseits und verschiedenen intermedierten Finanzierungsformen,

wie z.B. Venture Capital-Finanzierung, andererseits. Obwohl sich diese Finanzierungsformen in ihrer institutionellen Struktur stark unterscheiden, gibt es doch Spezifika der Eigenkapitalfinanzierung, die allgemein für die Kapitalkosten von Relevanz sind. Vorrangig ist dabei die hohe Informationssensitivität der Bewertung von Eigenkapital. Dieses Problem wird noch dadurch verstärkt, dass im Normalfall zwischen Emittenten und Investoren Informationsasymmetrien bestehen, die dazu führen, dass Investoren als Kompensation höhere Renditen verlangen. Neben diesen Informationsasymmetrien existieren allerdings noch weitere Gründe dafür, dass kleinere Unternehmen eher Fremdfinanzierung nachfragen, wie z.B. die hohen Fixkosten einer Eigenkapitalemission. In diesem Kapitel werden diese Probleme ausführlich analysiert und die dazugehörige finanzwirtschaftliche wissenschaftliche Literatur vorgestellt. Diese Analyse zeigt auf, wie es dazu kommen kann, dass Unternehmen – bedingt durch zu hohe Kapitalkosten – ganz von jeglicher Form der Eigenkapitalfinanzierung abgeschnitten sind, sodass ein „equity gap“ entsteht.

Informationsasymmetrien auf dem Primärmarkt

Informationsasymmetrien zwischen Emittenten und Investoren

In der finanzwirtschaftlichen Literatur existieren etliche Beiträge zum Einfluss von Informationsasymmetrien zwischen Emittenten und Investoren auf die Kosten von Eigenkapitalfinanzierung. Ein Beispiel ist die bahnbrechende Arbeit von Myers und Majluf (1984), die sich mit den Folgen eines Informationsvorsprungs seitens der Emittenten beschäftigt. Myers und Majluf zeigen, dass Investoren Eigen-

kapital nur bei einem Preisabschlag bereitstellen, weil sie in Rechnung stellen, dass die Emittenten nur dann eine Eigenkapitalemission tätigen, wenn sie wissen, dass sich die Profitabilität der vergangenen Investitionen des Unternehmens nicht besser entwickeln wird, als das seitens der Investoren erwartet wird. Andernfalls wäre es nämlich nicht im Interesse der bisherigen Eigenkapitaleigner, zukünftige Profite mit den Käufern des neu zu emittierenden Eigenkapitals zu teilen.

Haben die Emittenten zudem die Wahl zwischen einer Emission von Eigenkapital und einer Aufnahme von Fremdkapital, so werden die profitableren unter ihnen eher zu einer Fremdkapitalaufnahme neigen. Das ist im Interesse der Eigenkapitaleigner der Unternehmen, weil sie infolge der Fremdkapitalfinanzierung vom „upside potential“ des Unternehmens weiterhin voll profitieren können und ihre Anteile nicht verwässert werden. Darüber hinaus können durch die Fremdfinanzierung die Kosten des Preisabschlags bei einer Eigenkapital-emission verringert oder ganz vermieden werden. Falls Unternehmen allerdings trotzdem Eigenkapital emittieren, so ergibt sich ein Preisabschlag, da sie ja aus Sicht der Investoren offensichtlich nicht zu den profitableren Unternehmen gehören, die Fremdkapital emittieren.

Die Theorie von Myers und Majluf (1984) liefert einen Ansatz, auf dessen Basis das Problem des „equity gap“ verstanden werden kann. Unternehmen folgen in ihren Finanzierungsentscheidungen demnach einer Hackordnung („pecking order“): Die profitabelsten Unternehmen finanzieren ihre Investitionen aus einbehaltenen Gewinnen, weniger profitable Unternehmen nehmen Fremdkapital auf,

und die noch weniger profitablen Unternehmen emittieren Eigenkapital. Unternehmen sollten dieser Überlegung entsprechend selten Eigenkapital emittieren, und solche Emissionen werden auf dem Primärmarkt zu einem signifikanten Preisabschlag angeboten.

Informationsasymmetrien zwischen Investoren

Neben Informationsasymmetrien zwischen Emittenten und Investoren kann auch ein etwaiger Informationsvorsprung einer bestimmten Gruppe von Investoren auf dem Primärmarkt zu Preisabschlägen beim Verkauf von Eigenkapital führen. Rock (1986) präsentiert eine dementsprechende Analyse. Rock geht davon aus, dass besser informierte Investoren „cherry-picking“ betreiben, indem sie vor allem in das Eigenkapital überdurchschnittlich profitabler Unternehmen investieren, was ihnen möglich ist, da diese Investoren in der Lage sind, solche Unternehmen von anderen, weniger profitablen Unternehmen zu unterscheiden. Das Eigenkapital dieser weniger profitablen Unternehmen wird demnach von eher schlecht informierten Investoren gehalten, die aufgrund ihres Informationsnachteils entsprechend niedere Renditen erzielen. Das wissend werden die letzteren Investoren allerdings nur dann bereit sein, das Eigenkapital eines Unternehmens zu kaufen, wenn sie dabei einen ausreichend hohen Preisabschlag erhalten.

Der Preisabschlag aufgrund von Informationsasymmetrien zwischen Investoren betrifft nicht nur die weniger profitablen Unternehmen. Falls die besser informierten Investoren nicht über genug Investitionskapital verfügen, um das gesamte Eigenkapital eines entsprechend profitablen

Unternehmens zu übernehmen, so muss dieses Unternehmens entweder weniger Eigenkapital aufnehmen oder auch schlechter informierte Investorengruppen zur Investition bewegen. Beide dieser Optionen sind mit Kosten verbunden. Im ersten Fall entstehen solche Kosten durch unzureichende Kapitalaufnahme, im zweiten Fall in Form höherer Eigenkapitalkosten bedingt durch die Notwendigkeit des Verkaufs von Eigenkapital an schlecht informierte Investoren.

Diese theoretischen Ergebnisse werden durch empirische Evidenz unterstützt: Loughran et al. (1994) präsentieren einen Vergleich der Erstemissionsrenditen in verschiedenen Ländern, aus dem hervorgeht, dass diese Renditen in manchen Ländern im Schnitt bis zu 80% betragen können. Für den deutschen Markt geben Aussenegg et al. (2005) an, dass die Erstemissionsrenditen der Initial Public Offerings (IPOs) während der letzten Welle von Emissionen über 40% betragen haben. Aus Sicht der Emittenten implizieren solche Erstemissionsrenditen hohe Kosten einer Eigenkapitalemission, die solche Emissionen vielfach unprofitabel machen.

Investitionsasymmetrien auf dem Sekundärmarkt

Die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens hängen auch davon ab, welche Informationen den Investoren über die Performance eines Unternehmens *nach* der Aufnahme von Eigenkapital zur Verfügung stehen und welche Möglichkeiten Investoren haben, um auf unzureichende Ergebnisse zu reagieren. Im Bereich der finanzwirtschaftlichen Forschung gibt es etliche jüngere Arbeiten, die sich mit diesem Thema beschäftigen. Johnsen et al. (2000) verwenden den Ausdruck „tunneling“ für den Transfer von Unter-

nehmensgewinnen durch Transaktionen zwischen Unternehmen mit dem Mehrheitseigentümer – mit dem Ziel, die Gewinne den Minderheitseigentümern eines Unternehmens vorzuenthalten. Empirische Befunde über das Ausmaß solcher Transaktionen finden sich z.B. in der Studie von Bertrand et al. (2002). Townsend (1979) analysiert die Auswirkungen solcher und ähnlicher Probleme auf die Finanzierung von Unternehmen. Wieder ergibt sich eine Erhöhung der Kapitalkosten von Eigenkapital, die daraus resultiert, dass die Gewinnverteilung zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären vertraglich nicht effektiv genug absicherbar ist. Nachdem die Minderheitsaktionäre antizipieren, dass ihnen Gewinne vorenthalten werden könnten, sind sie nur dann bereit zu investieren, wenn ihnen das Eigenkapital zu entsprechend günstigen Konditionen angeboten wird. Fremdkapitalfinanzierung ist demgegenüber als Finanzierungsform vorteilhaft, bedingt durch die effektive vertragliche Absicherung der Zahlungsverprechen eines Unternehmens an seine Gläubiger.

Eigenfinanzierungskosten und Unternehmensgröße

Neben den oben genannten Gründen für hohe Kapitalkosten von Eigenkapital ergeben sich besonders für kleine Unternehmen weitere Kosten, die *direkt* aus den typischerweise geringen Emissionsvolumina von Eigenkapital-emissionen solcher Unternehmen resultieren. Zunächst geht es hier um Fixkosten der Informationsbeschaffung seitens der Investoren bzw. Emissionsführer, die bei geringen Emissionsvolumina nicht durch entsprechende Skaleneffekte abgedeckt werden können. Kleinere Unternehmen werden zudem typischerweise

länger warten, bevor sie eine etwaige Sekundäremission durchführen und so von der Investition in die Fixkosten einer Primäremission ein zweites Mal profitieren.

Zusätzlich zu dem Problem der Abdeckung der Fixkosten kleiner Eigenkapitalemissionen, kommt es auch durch die typischerweise geringe Liquidität solcher Emissionen zu einer Erhöhung der Emissionskosten. Investoren sind nur dann bereit, in relativ illiquide Aktien zu investieren, wenn die Aktien zu einem Abschlag gekauft werden können, der die Kosten einer etwaigen zukünftigen Liquidation eingegangener Positionen abdeckt. Darüber hinaus werden die Investoren kaum bereit sein, größere Positionen einzugehen, sodass bei kleineren Emissionsvolumina eine relativ überproportional große Zahl von Investoren zum Kauf bewegt werden müssen und es dadurch abermals zu einer Erhöhung der Kosten solcher Emissionen kommt.

Das Problem des „equity gap“ und Lösungsansätze für dieses Problem

Aus den oben angeführten Argumenten ergibt sich eine klare Schlussfolgerung: Der Finanzierung über Eigenkapital stehen häufig signifikante Marktfraktionen gegenüber, die diese Finanzierungsform gegenüber der Fremdfinanzierung verteuern. Das gilt ganz besonders für KMUs, da erstens Informationsasymmetrien zwischen externen Investoren und der Unternehmensleitung besonders ausgeprägt sind, zweitens die Eigenkapitalbeteiligungen der KMUs über eine geringe oder gar keine Liquidität auf dem Sekundärmarkt verfügen und drittens die Fixkostenbelastung bei der Aufnahme externen Eigenkapitals besonders hoch ist. Diese Unternehmen sehen daher oft gänzlich von jeder

Eigenkapitalfinanzierung durch externe Investoren ab. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ergibt sich daraus das Problem des „equity gap“: Eigenkapitalemissionen scheinen sich nur ab einem bestimmten Emissionsvolumen zu lohnen; darunter liegen Emissionsvolumina, die zu klein sind, um die höheren Emissionskosten zu rechtfertigen.

Es sollen nun mögliche Lösungsansätze aus der finanzwirtschaftlichen Literatur dargestellt werden. In vielbeachteten Beiträgen von Townsend (1979), Diamond (1984) sowie Gale und Hellwig (1985) wird darauf hingewiesen, dass Finanzierungsformen, die den Investoren klar definierte Cashflow-Ansprüche zusichern, immer dann vorteilhaft sind, wenn die Investoren signifikant schlechtere Informationen über die Performance des Unternehmens haben als das Management. Diesen Vorteilen stehen jedoch erhöhte erwartete Konkurskosten und das suboptimale Investitionsverhalten von hoch verschuldeten Unternehmen gegenüber.

Heinkel und Zechner (1990) zeigen, dass die negativen Effekte einer hohen Verschuldung auf das Investitionsverhalten von Unternehmen durch Beimischung von Vorzugsaktien eliminiert oder zumindest reduziert werden können. Die Vorteile von Vorzugsaktien als Finanzierungsinstrument werden auch von DeMarzo und Duffie (1999) betont. Sie betonen, dass die Finanzierung über Vorzugsaktien viele der Vorteile bietet, die mit einer Aufnahme von Fremdkapital einhergehen, jedoch ohne den Nachteil einer Erhöhung des Konkursrisikos. Auch Vorzugsaktien sind meist – ähnlich wie Fremdkapital – mit einem relativ festen Zahlungsverprechen verbunden, nämlich der Vorzugsdividende, deren Nichtbezahlung zu

einem Verlust von Kontrollrechten der Stammaktionäre führt. Dadurch ergibt sich zwar ähnlich wie bei Fremdfinanzierung ein bedingtes Eingriffsrecht externer Investoren in die Geschäftsführung, aber ohne die Gefahr eines völligen Kontrollverlusts seitens der Stammaktionäre im Zuge eines Konkurses oder eines Ausgleichs. Zudem kann bei richtiger Ausgestaltung der Vorzugsaktien erwartet werden, dass die Vorzugsdividende mit hoher Wahrscheinlichkeit bezahlt wird. Für die externen Investoren ergibt sich dadurch eine Situation ähnlich der von Kreditgebern: die Investoren brauchen weniger Informationen, um die Vorzugsaktien richtig zu bewerten, als das bei einer Stammaktie der Fall ist, und sind daher bereit, zu für den Emittenten relativ günstigen Konditionen zu investieren.

Statt Vorzugsaktien kann auch die Aufnahme von Mezzaninkapital vorteilhaft sein. Als Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital ist eine Mezzaninfinanzierung sehr flexibel und geeignet, externen Investoren ebensolche Zahlungsverprechen und Kontrollrechte zu geben, wie sie durch Vorzugsaktien realisierbar sind. Im Gegensatz zu einer Finanzierung über Vorzugsaktien führt eine Mezzaninfinanzierung allerdings möglicherweise zu einem Anstieg der Verschuldung des finanzierten Unternehmens.

DeMarzo (2005) analysiert die Finanzierung von „asset pools“, die in dem hier vorliegenden Zusammenhang als Gruppen von KMUs betrachtet werden können. Die Analyse zeigt, dass es vorteilhaft sein kann, wenn etliche KMUs über einen gemeinsamen Fonds finanziert werden, der eine Wertpapieremission tätigt und den Emissionsertrag auf die KMUs aufteilt. Dieses Ergebnis beruht vor

allem auf zwei Argumenten, die das Herzstück von DeMarzos Analyse bilden. Zum Ersten ist es den KMUs auf diesem Weg besser möglich, Vorzugsaktien zu emittieren, da eine solche Emission ja gemeinsam getätigt wird und daher für die Bezahlung der Vorzugsdividende der Ertrag verschiedener KMUs zur Verfügung steht, anstatt nur der eines Unternehmens. Aus Sicht der Stammaktionäre der KMUs wird so das Risiko eines Kontrollverlusts an externe Investoren minimiert, aus Sicht der Vorzugsaktionäre die Wahrscheinlichkeit der Bezahlung der zugesagten Vorzugsdividende maximiert. Zum Zweiten ist es durch die Bildung eines „asset pool“ möglich, das oben angesprochene „cherry-picking“ zu vermeiden. Würden die KMUs separate Wertpapieremissionen durchführen, so müssten schlechter informierte Investoren damit rechnen, vor allem bei der Zeichnung der weniger rentablen Emissionen zum Zug zu kommen, und wären deshalb nur bereit, bei einem entsprechenden Preisabschlag zu zeichnen. Das kann dadurch vermieden werden, dass die Emissionen gepoolt werden und so den besser informierten Investoren die Möglichkeit genommen wird, ausschließlich in die rentableren KMUs zu investieren.

Über die genannten allgemeinen Vorteile des Poolings von Eigenkapitalemissionen hinaus kommt es vor allem für kleine Unternehmen zu zusätzlichen Vorteilen. Da eine Eigenkapitalemission mit hohen Fixkosten verbunden ist, kann durch Pooling eine Kostenteilung zwischen einer Gruppe von Emittenten erreicht werden. Zudem kann durch die gemeinsame Emission die verfügbare Marktliquidität gebündelt werden und so ein illiquiditätsbedingter Preisabschlag

vermieden oder zumindest reduziert werden.

Das Konzept der Mittelstands-beteiligungsgesellschaft

In diesem Kapitel wird das Konzept der Mittelstands-beteiligungsgesellschaften (MBGs) dargestellt, über die österreichische KMUs Zugang zu externer Eigenkapitalfinanzierung und indirekten Zugang zum Kapitalmarkt erhalten könnten. Dieses Konzept stellt eine Synthese von theoretischen Überlegungen und Einsichten, die im Zuge zahlreicher Diskussionen mit Praktikern gewonnen wurden, dar.

Die MBG investiert ihr Kapital in Beteiligungen an mehreren KMUs. Die Beteiligungen an den KMUs sollen hierbei einerseits Eigenkapitalcharakter aufweisen, andererseits jedoch ähnlich wie bei existierenden Formen von Mezzaninkapital vertraglich vereinbarte Renditen abwerfen, die an die Investoren der MBG weitergeleitet werden. Das Kapital einer MBG wird von zwei Gruppen von Investoren zur Verfügung gestellt, der Gruppe der Stammaktionäre und der Gruppe der Vorzugsaktionäre. Die Emission von Vorzugsaktien findet allerdings erst dann statt, wenn die MBG bereits über ein Portfolio von Investitionen in KMUs verfügt. Der Emissionsertrag wird dazu verwendet, Fremdkapital zu tilgen, das zur Vorfinanzierung der Investitionen in die KMUs aufgenommen wurde.

Eine große Herausforderung bei der institutionellen Ausgestaltung einer MBG stellt die Berücksichtigung der Wünsche und Bedürfnisse aller involvierten Parteien dar. Auf der einen Seite muss eine Möglichkeit gefunden werden, KMUs mit guten, aber nicht notwendigerweise spektakulären zukünftigen Gewinnaussich-

ten Zugang zu Eigenkapital zu geben, ohne dass deren Stammaktionäre zu viele Kontrollrechte abtreten müssen. Auf der anderen Seite müssen die Investoren einer MBG genügend Mitbestimmungsrechte bzw. Sicherheiten bekommen, um sie für eine Investition in KMUs zu gewinnen.

Die Gründung einer MBG erfolgt grundsätzlich in zwei Stufen. In Stufe 1 wird die MBG einerseits über Eigenkapital (rund 25% bis 35%) und andererseits über Fremdkapital (rund 65% bis 75%) vorfinanziert. Danach wird die MBG mit Investitionsprojekten, d.h. mit Beteiligungen an KMUs, „befüllt“. Zu diesem Zeitpunkt wählen also die Eigenkapitalgeber (oder alternativ eine von den Eigenkapitalgebern beauftragte Management Company) jene KMUs aus, in die investiert werden soll. Auf die Art der Beteiligungen zwischen MBG und KMUs wird in den folgenden Unterkapiteln noch im Detail eingegangen.

In Stufe 2 wird das MBG-Fremdkapital durch Vorzugsaktien ersetzt, die über die Börse emittiert werden. Die Erlöse aus der Emission der Vorzugsaktien werden zur Tilgung des Fremdkapitalanteils aus Phase 1 verwendet. Da zu diesem Zeitpunkt das KMU-Portfolio der MBG bereits besteht, können Investoren die Investitionspolitik der MBG evaluieren und die Vorzugsaktien der MBG somit gut bewerten. Die Charakteristika dieser Vorzugsaktien bzw. die Rolle der Vorzugsaktionäre im weiteren Verlauf werden in den folgenden Unterkapiteln im Detail beschrieben.

Vertragliche Gestaltung der KMU-MBG-Beteiligung

Handelsrechtlich müssen die KMU-MBG-Beteiligungen für die KMUs Eigenkapital darstellen, damit ein zentrales Ziel dieses Konzepts erreicht

wird, nämlich die Eigenkapitalquote der KMUs zu erhöhen. Darüber hinaus ist zu beachten, dass die Beteiligungen auch für die Ratingsysteme der Banken Eigenkapital darstellen, um so zu einem verbesserten Rating und einer entsprechenden Reduktion der Fremdfinanzierungskosten von KMUs zu führen.

Steuerrechtlich ist sicherzustellen, dass Auszahlungen von KMUs an eine MBG vom Körperschaftsteuerpflichtigen Gewinn der KMUs abgezogen werden dürfen. Dadurch wird sichergestellt, dass die Kosten einer MBG-Beteiligung für die KMU-Eigentümer auch relativ zu Fremdfinanzierungskosten attraktiv gehalten werden können.

Neben den rechtlichen Grundlagen der Gestaltung der Beteiligungen einer MBG an KMUs ist es vor allem wichtig zu vermeiden, dass es durch Informationsasymmetrien zwischen den KMU-Eigentümern und der MBG zu einer Erhöhung der Kapitalkosten für die KMUs kommt. Das ist nur dann möglich, wenn die Ausschüttungen der KMUs an die MBG relativ kalkulierbar sind, wie das z.B. bei Vorzugsaktien oder Mezzaninkapital oft der Fall ist. Die Verwendung solcher Finanzierungsformen hat überdies noch einen Vorteil, der in der Praxis oft von entscheidender Bedeutung ist: Im Gegensatz zu einer reinen Eigenkapitalfinanzierung ist es bei einer Mezzaninfinanzierung möglich, den ursprünglichen Eignern von KMUs den Großteil ihrer Entscheidungsbefugnisse zu belassen, weil die MBG vor allem bedingte Kontroll- und Eingriffsrechte erhält, die nur bei schlechter Performance eines KMUs schlagend werden.

Zusammenfassend sieht das Konzept Beteiligungen einer MBG an KMUs mit den folgenden Eigenschaften vor:

Kalkulierbare Ausschüttungen: Zwischen KMU und MBG werden kalkulierbare Mindestausschüttungen vereinbart, die entweder durch einen fixen Mindestrenditeanspruch oder eine Koppelung an einen variablen Interbankzinssatz (z.B. LIBOR) gegeben sind. Dadurch wird vermieden, dass ein etwaiger Informationsvorsprung der KMU-Eigner gegenüber einer MBG in Form von erhöhten Kapitalkosten schlagend wird. Diese Ausschüttungen reduzieren die Körperschaftsteuerbasis der KMUs.

Unendliche Laufzeit: Die MBG-Beteiligung weist eine lange bzw. unendliche Laufzeit auf. Diese Eigenschaft stellt sicher, dass die Beteiligung die handelsrechtliche Definition von Eigenkapital erfüllen kann. Die ursprünglichen Eigner der KMUs, an denen eine MBG beteiligt ist, sollten allerdings die Möglichkeit erhalten, die Beteiligungen der MBG nach einer gewissen Sperrfrist gegen Zahlung einer angemessenen Prämie zurückzukaufen.

Zeitliche Flexibilität der Ausschüttungen: Die vertraglich vorgesehenen Mindestausschüttungen von KMUs an eine MBG können zeitlich verschoben werden. In diesem Fall kumulieren und verzinsen sich die Ansprüche der MBG. Die Nichterfüllung einer Ausschüttung führt somit nicht zum Konkurs des KMU.

Konditionale Kontrollrechte: Falls vertraglich vereinbarte Mindestausschüttungen von KMUs an die MBG über einen gewissen Zeitraum hinweg nicht oder nicht vollständig erfolgen, so erhält die MBG angemessene Kontrollrechte und umfassende Rechte, in das Management von KMUs einzugreifen. Werden alle Ausschüttungen wie vereinbart getätigt, so sind nur Offenlegungsanforderungen und beschränkte Kontrollrechte der MBG

vorgesehen, aber keine direkten Eingriffsrechte.

Nachrangigkeit gegenüber Fremdkapital: Im Liquidationsfall besteht Nachrangigkeit einer Beteiligung einer MBG gegenüber dem Fremdkapital eines KMU.

Verlustbeteiligung: Die Beteiligungen einer MBG an KMUs inkludieren Verlustbeteiligungen. Das bedeutet, dass der Nennwert der Beteiligung einer MBG an einem Unternehmen herabgesetzt wird, wenn das Eigenkapital des Unternehmens aufgebraucht ist. In einem etwaigen Konkurs des KMU ist die MBG-Beteiligung daher nicht nur nachrangig gegenüber dem Fremdkapital des KMU, sondern es werden auch zusätzlich noch die formalen Ansprüche der MBG reduziert. Auch dieses Ausstattungsmerkmal der MBG-Beteiligung betont ihren Eigenkapitalcharakter.

Das MBG-Konzept aus Investoren- und Unternehmenssicht

Aus Sicht der Stammkapitaleigner kann die Investition in eine MBG durch die Gestaltung der Kapitalstruktur der MBG erhebliche Leverage-Effekte bieten. Bei einem Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital bzw. Vorzugsaktien von z.B. 1:3 können die Stammaktionäre einer MBG interessante Renditen erzielen, auch wenn die MBG ausschließlich in moderat wachsende und wenig riskante KMUs investiert. Eine Investition in das Stammkapital einer MBG kann auch so strukturiert werden, dass für Stammaktionäre interessante Exit-Möglichkeiten geschaffen werden. Zum Beispiel wäre nach Ablauf einer bestimmten Frist (z.B. zehn Jahre) ein Exit über ein IPO denkbar. Im Zuge dieses IPO würden die Vorzugsaktien entweder über Leistung einer Barzahlung oder über einen Aktientausch von der MBG zurückgekauft.

Zu diesem Zeitpunkt werden die Vorzugsaktien der MBG bereits seit langem gehandelt. Daher sollten dem breiten Publikum auf dem Kapitalmarkt ausreichend Informationen über die Performance der MBG zur Verfügung stehen, um den Stammaktionären ein Exit zu entsprechend guten Konditionen zu erlauben.

Aus Sicht der Vorzugsaktionäre stellt eine MBG eine Möglichkeit dar, in das Eigenkapital österreichischer Unternehmen zu investieren, ohne dabei ein besonders hohes Risiko einzugehen. Das Risiko einer solchen Investition wird unserem Konzept zufolge nämlich auf zwei Arten gesenkt. Einerseits kommt es durch die Struktur einer MBG als Pool von Beteiligungen am Eigenkapital vieler KMUs zu beachtlichen Diversifikationseffekten. Andererseits werden die Ausschüttungen der KMUs an die MBG in zwei Tranchen aufgeteilt, von denen eine gut kalkulierbar ist, weil sie als Vorzugsdividende an die Vorzugsaktionäre ausbezahlt wird, bevor die Stammaktionäre eine etwaige Ausschüttung erhalten. Die Stammaktionäre sind damit die eigentlichen Risikoträger einer MBG. Die Vorzugsaktionäre tragen dagegen nur ein viel geringeres Risiko, da sie entsprechend kalkulierbare Ausschüttungen erhalten.

Als Vorzugsaktionäre einer MBG sollten vor allem institutionelle Investoren und hierbei vor allem Anbieter von prämiengünstigten Zukunftsvorsorgeprodukten (PZV) angesprochen werden. Für Anbieter von PZV-Produkten können die Vorzugsaktien von MBGs besonders interessant sein, da sie alle Anforderungen erfüllen, um in die vorgeschriebene 40-prozentige Investitionsbeschränkung zu fallen. Diese 40-prozentige Beschränkung kann einen durchaus

relevanten Diversifikationsnachteil für PZV-Portfolios darstellen (siehe Halling et al., 2004). Daher ist es besonders wichtig, zusätzliche Investitionsmöglichkeiten zu schaffen, die es PZV-Anbietern ermöglichen, interessante risikoadjustierte Erträge zu erwirtschaften.

Basierend auf den oben angeführten Argumenten ist ersichtlich, dass das Konzept der MBGs aus Investorensicht eine beachtliche Erweiterung des Spektrums der Investitionsmöglichkeiten auf dem österreichischen Kapitalmarkt darstellt. Das Gleiche gilt allerdings auch für das Spektrum der Finanzierungsmöglichkeiten für österreichische KMUs. Für KMU-Eigentümer kann die Attraktivität einer MBG-Beteiligung durch die folgenden Punkte beschrieben werden:

Handelsrechtlich Eigenkapital, steuerrechtliche Abzugsfähigkeit der Renditezahlungen: KMUs erhalten von einer MBG Kapital, das handelsrechtlich Eigenkapital darstellt und somit zu einer Verbesserung der Kapitalstruktur führt. Als Konsequenz sollten sich auch die verbleibenden Fremdkapitalkosten der KMUs reduzieren. Zusätzlich wären die Auszahlungen an die MBG von der Steuerbasis der KMUs abzugsfähig. Insgesamt ist sicherzustellen, dass eine Beteiligung einer MBG an einem KMU dessen Kapitalkosten senkt.

Flexibilität der vertraglichen Bindung: KMUs bekommen von einer MBG Investitionskapital zur Verfügung gestellt, ohne dass dieses Kapital nach Ablauf einer bestimmten Laufzeit zurückbezahlt werden muss. Die Beteiligung einer MBG an einem KMU kann seitens der KMU-Eigner allerdings nach Ablauf einer bestimmten Sperrfrist gegen Bezahlung einer Prämie zurückgekauft werden. Bis dahin sollten allerdings gewisse Aus-

schüttungen getätigt werden, da die KMU-Eigner andernfalls erhebliche Kontrollrechte abgeben müssten. Ein Konkurs wird durch die Nichtleistung der Ausschüttungen allerdings nicht notwendigerweise verursacht.

Konditionale Kontrollrechte: Im Gegensatz zu anderen Eigenkapitalbeteiligungen führt eine Beteiligung einer MBG an einem KMU für die ursprünglichen Eigner des KMU grundsätzlich zu keinem signifikanten Kontrollverlust. Die Kontrollrechte der MBG sind nämlich sehr eingeschränkt, solange das KMU die vereinbarten Ausschüttungen tätigt.

Anbindung an den Kapitalmarkt: Über die Beteiligungen von MBGs an KMUs erfolgt eine indirekte Anbindung der KMUs an den Kapitalmarkt. Das kann aus Sicht der KMUs mehrere Vorteile haben. Erstens gibt es eine Vielzahl von Studien, die zeigen, dass eine Börsennotierung signifikante Marketingvorteile auf dem Produktmarkt schafft (siehe Stoughton et al., 2001). Hierbei ist zu berücksichtigen, dass im Zuge des Verkaufs der MBG-Wertpapiere über die Börse die im MBG-Portfolio befindlichen Unternehmen beschrieben und dargestellt werden müssen, was einen direkten PR-Effekt darstellt. Andererseits ist für viele Kunden eine Börsennotierung ein positives Signal. Das Faktum, dass das Unternehmen vom MBG-Management ausgewählt wurde und in Zukunft bestimmten Publizitätsvorschriften bzw. einem Monitoring unterliegt, wird in der Regel positive Auswirkungen auf das Kundenvertrauen bzw. genereller auf die Beziehungen zu anderen „stakeholders“, wie z.B. Mitarbeitern und Lieferanten, haben (siehe Pagano et al., 2002).

Zweitens ist es empirisch dokumentiert, dass sich die Verhandlungspositionen von Unternehmungen mit

Banken bzw. anderen Kapitalgebern nach einer Börsennotierung verbessern. Das wird z.B. in der Studie von Pagano et al. (1998) als einer der Gründe für Börsennotierungen angesehen. Auch wenn die MBG-Struktur keine direkte Börsennotierung des KMU darstellt, so sind ähnliche Effekte doch wahrscheinlich. Solche Effekte würden zu einer noch stärkeren Reduktion der Finanzierungskosten führen.

Darüber hinaus sammeln die KMUs über eine MBG-Beteiligung Erfahrungen im Umgang mit dem österreichischen Kapitalmarkt, die sich positiv auf die Wahrscheinlichkeit eines späteren direkten Börsengangs über einen IPO oder eine Anleiheemission auswirken.

Vergleich mit der Small Business Investment Company

Das in dieser Arbeit kurz vorgestellte MBG-Konzept zeigt Ähnlichkeiten zum Small Business Investment Company (SBIC)-Programm in den USA. Dieses im Jahr 1958 eingeführte Programm stellt eine Erfolgsgeschichte im Bereich der Finanzierungsunterstützung für KMUs dar. Hervorzuheben ist, dass allgemein innerhalb der EU – sowohl auf nationaler als auch auf EU-Ebene – aktuell Initiativen zur Verbesserung der Kapitalstrukturen europäischer KMUs gestartet werden (siehe Europäische Kommission, 2003, für einen Überblick zu den Initiativen). Beispielsweise wird im

Vereinigten Königreich diskutiert, ein SBIC-ähnliches Programm – die so genannten Enterprise Capital Funds (ECFs) – zur Unterstützung der britischen KMUs ins Leben zu rufen (siehe Small Business Service, 2003).² In Deutschland sind uns Initiativen der Förderbank des Landes Nordrhein-Westfalen und privater Banken bekannt, die ebenfalls auf eine Stärkung der Kapitalstruktur von etablierten mittelständischen Unternehmen mithilfe von Mezzaniner Finanzierungsprodukten abzielen.³

In Österreich gab es bereits in den Achtzigerjahren einen Versuch, eine kapitalmarktorientierte Eigenkapitalfinanzierung des österreichischen Mittelstands umzusetzen, nämlich das Genussscheinmodell. Außer der ähnlichen Zielsetzung gibt es sehr wenige Gemeinsamkeiten zwischen dem alten Genussscheinmodell und dem in dieser Arbeit vorgestellten MBG-Konzept. Der wichtigste Unterschied, auf den hier kurz eingegangen werden soll, stellt die Risikoverteilung zwischen den Investoren dar. Im Gegensatz zum MBG-Konzept fehlten im Genussscheinmodell die Stammaktionäre, die Risiko übernahmen und für die Zusammenstellung des Portfolios verantwortlich waren. Im Genussscheinmodell war eine Beteiligungsfondsgesellschaft, die selbst kaum Risiko trug, für die Auswahl der Beteiligungen verantwortlich.

Im Folgenden soll keine detaillierte Darstellung des SBIC-Pro-

² Am 5. Mai 2005 wurde dem britischen Programm vonseiten der Europäischen Kommission auf der Grundlage des EU-Beihilfenrechts offiziell zugestimmt. An diese Entscheidung anschließend soll nun ab Juni 2005 mit rund drei bis vier ECFs eine Art Testlauf durchgeführt werden (die so genannte Pathfinder-Initiative), um herauszufinden, wie der Markt konkret auf dieses Produkt und die britischen KMUs auf dieses zusätzliche Finanzierungsangebot reagieren.

³ So wurden beispielsweise von der HVB und der Schweizer Capital Efficiency Group so genannte Preferred Pooled Shares (PREPS)-Transaktionen im Umfang von 850 Mio EUR im Jahr 2004 durchgeführt. Dabei ist jedoch zu beachten, dass nur 15% dieses Kapitals an Unternehmen geflossen sind, welche die KMU-Kriterien laut Definition der Europäischen Kommission erfüllen.

gramms erfolgen. Details zum amerikanischen SBIC-Programm können in Brewer et al. (1995) und Bannock-Consulting (2001) gefunden werden. Stattdessen soll auf die wichtigsten Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen dem SBIC- und dem MBG-Konzept eingegangen werden.

Zu Beginn ist festzuhalten, dass auch im Fall des SBIC-Programms etablierte KMUs und nicht Hightech-Startups die Zielgruppe darstellen. Daher muss in beiden Programmen – also im SBIC- und im MBG-Konzept – sichergestellt werden, dass die Eigenkapitalgeber der SBICs bzw. MBGs trotz Investition in verhältnismäßig risikoarme KMUs eine interessante Rendite erwirtschaften können. Dieses Ziel wird jeweils mithilfe von „leverage gearing“ erzielt, d.h. dadurch, dass ein beträchtlicher Teil des Kapitals des SBIC Fremdkapital darstellt. In dieser Hinsicht unterscheiden sich jedoch SBIC- und MBG-Konzept. Während in den USA von den SBICs reines Fremdkapital gegeben wird, wird im MBG-Konzept die Verwendung von Vorzugsaktien, die an der Börse notieren, vorgesehen. Hierbei ist eine Gewinnbeteiligung über die vorgesehene Vorzugsdividende hinaus möglich. Das „leverage gearing“ der Rendite des Stammkapitals ist allerdings ähnlich.

Auch wenn sich MBGs und SBICs in ihrer Finanzierung unterscheiden, gibt es doch wichtige Gemeinsamkeiten – vor allem jene, dass die Ertragszahlungen an die Investoren aufschiebbar sind. Diese Flexibilität der Auszahlungen wird im SBIC-Modell jedoch erst seit einer Reform im Jahr 1994 vorgesehen. Davor war die Nichtleistung der Couponzahlungen an die Fremdkapitalgeber für SBICs konkursauslösend, was in den Jahren vor 1994 zu einer hohen Anzahl von SBIC-Kon-

kursen führte. Das MBG-Konzept sieht generell eine flexible Lösung vor mit der expliziten Möglichkeit der Aufschiebung der Dividenden seitens der KMUs.

Ein weiterer Unterschied zu den KMUs liegt in der Beteiligungsstruktur. Während sich die SBICs eher auf klassische Eigenkapitalbeteiligungen oder klassische Kreditfinanzierungen konzentrieren, sollen sich MBGs auf nachrangige Beteiligungsformen mit Eigenkapitalcharakter spezialisieren.

Ein weiterer wichtiger Unterschied besteht in der Rolle des Staats. Während der Staat im SBIC-Programm über die Small Business Agency (SBA) als Garantgeber kontrollierend und regulierend maßgeblich involviert ist, ist eine solche Einflussnahme des Staats im MBG-Konzept nicht vorgesehen. Die Rolle des Staats im MBG-Konzept beschränkt sich gegebenenfalls auf die steuerliche Entlastung der MBGs bzw. ihrer Investoren.

Zusammenfassung

Die in dieser Arbeit vorgestellte Mittelstandsbeteiligungsgesellschaft (MBG) stellt ein innovatives Konzept dar, um einerseits österreichischen KMUs Zugang zu Finanzierungsformen mit Eigenkapitalcharakter zu geben und andererseits das Spektrum der Investitionsmöglichkeiten auf dem österreichischen Kapitalmarkt zu erweitern.

Die Vorteile des MBG-Konzepts aus Sicht der beteiligten Parteien können wie folgt zusammengefasst werden:

MBG-Stammaktionäre: Attraktive Renditen sind über den „leverage gearing“-Effekt und gegebenenfalls die steuerliche Entlastung der MBG erzielbar. In der Startphase steht den MBG-Stammaktionären garantiertes

Fremdkapital zur Verfügung. Im Fall des Auflebens der konditionalen Kontrollrechte, können MBG-Stammaktionären mehr Mitspracherechte eingeräumt werden, als dies bei einer klassischen Minderheitsbeteiligung am Stammkapital der KMUs oder bei einer Beteiligung über Genussscheine der Fall wäre.

MBG-Vorzugsaktionäre: Für Vorzugsaktionäre bieten sich kalkulierbare Renditen mit – im Vergleich zu Stammaktien – niedrigem Risiko.

KMUs: Die Beteiligungen von MBGs an KMUs sind durch kalkulierbare Ausschüttungen, unendliche Laufzeit, zeitliche Flexibilität der Ausschüttungen, Nachrangigkeit gegenüber Fremdkapital und eine Verlustbeteiligung charakterisiert. Sie stellen somit Beteiligungen mit Eigenkapitalcharakter bei gleichzeitiger steuer-

rechtlicher Abzugsfähigkeit der Renditezahlungen dar. Die Nichtleistung von vereinbarten Zahlungen führt nicht unmittelbar zum Konkurs des KMU. Nicht geleistete Ausschüttungen kumulieren und verzinsen sich entsprechend. Darüber hinaus müssen KMU-Eigner im Fall der Nichtleistung vereinbarter Ausschüttungen – und nur in diesem Fall – wesentliche Kontrollrechte abgeben. Durch die indirekte Anbindung an den Kapitalmarkt können weiters noch positive Marketingeffekte auf dem Produktmarkt realisiert und die Verhandlungsposition von KMUs gegenüber anderen Kapitalgebern gestärkt werden. Zusätzlich sammeln die KMUs Erfahrungen im Umgang mit dem Kapitalmarkt, die für eine spätere Börsennotierung nützlich sein können.

Literaturverzeichnis

- Altman, E. I. und G. Sabato. 2005.** Effects of the New Basel Capital Accord on Bank Capital Requirements for SME. Working Paper.
- Aussenegg, W., P. Pichler und A. Stomper. 2005.** IPO Pricing with Bookbuilding and a When-Issued Market. Vienna Graduate School of Finance Working Paper.
- Bannock Consulting. 2001.** Innovative Instruments for Raising Equity for SMEs in Europe. Abschlussbericht. Study Contract ETD/00/503116.
- Bertrand, M., P. Mehta und S. Mullainathanl. 2002.** Ferreting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups. In: Quarterly Journal of Economics 117(1). 121–148.
- Brewer, E., H. Genay, W. E. Jackson III und P. R. Worthington. 1995.** Performance and Access to Government Guarantees: The Case of Small Business Investment Companies. In: Economic Perspectives. Federal Reserve Bank of Chicago. 16–32.
- DeMarzo, P. und D. Duffie. 1999.** A Liquidity Based Model of Security Design. In: Econometrica 67. 65–99.
- DeMarzo, P. 2005.** The Pooling and Tranching of Securities. In: Review of Financial Studies. (Im Erscheinen).
- Diamond, P. 1984.** Financial Intermediation and Delegated Monitoring. In: Review of Economic Studies 51. 393–414.
- Dirschmid, W. und W. Waschiczek. 2005.** Institutionelle Determinanten der Eigenkapitalbildung in Österreich. In: Finanzmarktstabilitätsbericht 9. Oesterreichische Nationalbank. 81–99.
- Europäische Kommission. 2003.** Der Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln. Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament. COM(2003) 713 endgültig.

- Gale, D. und M. Hellwig. 1985.** Incentive Compatible Debt Contracts. In: *Review of Economic Studies* 52. 647–663.
- Halling, M., G. Mosburger und O. Randl. 2004.** Die Prämienbegünstigte Zukunftsvorsorge: Ein attraktives Instrument? In: *Journal of Financial Markets and Portfolio Management* 18(4). 399–418.
- Heimer, T. und T. Köhler. 2004.** Auswirkungen des Basel II Akkords auf österreichische KMU. Studie im Auftrag des österreichischen Bundesministeriums für Wirtschaft und Arbeit (BMWA).
- Heinkel, R. und J. Zechner. 1990.** The Role of Debt and Preferred Stock as a Solution to Adverse Investment Incentives. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1–24.
- Johnsen, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer. 2000.** Tunnelling. Harvard University Working Paper.
- Loughran, T., J. R. Ritter und K. Rydqvist. 1994.** Initial Public Offerings: International Insights. In: *Pacific Basin Finance Journal* 2. 165–200.
- Myers, S. C. und N. S. Majluf. 1984.** Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. In: *Journal of Financial Economics* 13. 187–221.
- Pagano, M., F. Panetta und L. Zingales. 1998.** Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. In: *Journal of Finance* 53. 27–64.
- Pagano, M., A. A. Roell und J. Zechner. 2002.** The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad? In: *The Journal of Finance* 57. 2651–2694.
- Rock, K. 1986.** Why New Issues are Underpriced. In: *Journal of Financial Economics* 15. 187–212.
- Small Business Service. 2003.** Bridging the Finance Gap.
- Stomper, A. und C. Zulehner. 2005.** Why Leverage Affects Pricing: Theory and Evidence. Vienna
- Stoughton, N., K. P. Wong und J. Zechner. 2001.** IPOs and Product Quality. In: *The Journal of Business* 74. 375–408.
- Townsend, R. 1979.** Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly Stage Verification. In: *Journal of Economic Theory* 22. 265–293.
- Tscherteu, A. 2003.** Die dritte Auswirkungsstudie zu Basel II: Eine Detailanalyse der Ergebnisse auf regionaler und internationaler Ebene. In: *Finanzmarktstabilitätsbericht* 6. Oesterreichische Nationalbank. 81–93.