
Theorie und Praxis des Beteiligungsfondsgesetzes

Erich Haas
Peter Szopo

I. Einleitung

In den letzten Jahren hat sich die Wirtschaftspolitik verstärkt den Problemen des Strukturwandels zugewandt. In einer Reihe einschlägiger Untersuchungen wurde immer wieder betont, daß in Österreich der Anteil der Grundstoffindustrie zu hoch und der Anteil der Fertigwarenindustrie im Vergleich zu anderen hoch entwickelten Industrieländern zu gering sei. Insbesondere seit der – mittlerweile wieder beseitigten – dramatischen Verschlechterung der österreichischen Leistungsbilanz in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre und der verschärften Arbeitsmarktsituation steht die Schaffung neuer Instrumente zur Beschleunigung des Strukturwandels im Mittelpunkt der Wirtschaftspolitik. Hier sind insbesondere die seit 1981 bestehende TOP-Aktion – die Gewährung günstiger Kredite für leistungsbilanzrelevante Investitionen – sowie die Fertigungsüberleitungsaktion zu nennen.

Die Notwendigkeit eines raschen Strukturwandels erfordert auch die Verbesserung der Finanzierungsstruktur der österreichischen Wirtschaft. In den letzten drei Jahrzehnten ist ein ständiger Rückgang des Eigenkapitals der österreichischen Wirtschaft festzustellen. In einer vom Bundesministerium für Finanzen 1980 in Auftrag gegebenen Studie mit dem Titel „Ausmaß, Funktion und Verzinsung des Eigenkapitals in der österreichischen Industrie“ wurde dieser Rückgang seit dem Jahre 1955, dem Jahr der Schillingseröffnungsbilanz, dokumentiert¹. Unter Zugrundelegung von sechs verschiedenen Eigenkapitaldefinitionen, die sich durch die Berücksichtigung von Sozialkapital, sonstigen Rückstellungen und stillen Reserven unterscheiden, wurde ein stetes Sinken des Eigenkapitals ausgewiesen, und zwar im schlechtesten Fall – lediglich unter Berücksichtigung des Grundkapitals inkl.

Rücklagen – von 57 Prozent auf 23 Prozent zwischen 1955 und 1977, und im günstigsten Fall – unter Einbeziehung aller eigenkapitalähnlichen Komponenten – von 65 Prozent auf 57 Prozent im gleichen Zeitraum. Der Rückgang des Eigenkapitals hat sich vor allem in der zweiten Hälfte der Beobachtungsperiode ereignet. Diese Untersuchung bezieht sich zwar in erster Linie auf Aktiengesellschaften, deren Produktions- und Eigentumsstruktur für die österreichische Wirtschaft keineswegs typisch ist. Dennoch kann davon ausgegangen werden, daß sich ähnliche Tendenzen in allen Bereichen unabhängig von der Rechtsform zeigen.

Für diese Entwicklung sind eine Reihe von Gründen maßgebend. Zum einen ist es in Zeiten hohen Wachstums ganz natürlich, daß die Innenfinanzierung eines Unternehmens zur Finanzierung der Expansion nicht vollständig ausreicht. Ein Unternehmen mit hohem Wachstum wäre sogar schlecht beraten, Fremdkapital nicht in den Betrieb aufzunehmen. Dies würde nämlich das Wirksamwerden des Leverage-Effektes verhindern, der darin besteht, daß die Rentabilität des Eigenkapitals durch die Aufnahme von Fremdkapital gesteigert werden kann. Solange die Fremdkapitalzinsen niedriger sind als die Eigenkapitalverzinsung, erarbeitet das Fremdkapital einen Gewinn, der die Rentabilität des Eigenkapitals erhöht. Die Hebelwirkung ist umso größer, je höher der Anteil des Fremdkapitals ist.

Ein zweiter Grund für die mangelnde Ausstattung der Unternehmen mit Eigenkapital liegt darin, daß die österreichische Steuerpolitik auf die Förderung der Innenfinanzierung ausgerichtet ist. Seit der Mitte der 50er Jahre gibt es die vorzeitige Abschreibung, die in formaler Betrachtung einen vom Fiskus gewährten zinsenlosen Kredit darstellt und die materiell in Ertragsjahren als eine Art Investitionspeitsche funktioniert. Zur vollen Ausnützung der Steuerbegünstigung war und ist in vielen Fällen die Aufnahme von Fremdkapital notwendig. In vermindertem Ausmaß gilt dies auch für den im Jahr 1972 eingeführten Investitionsfreibetrag. Die massive Förderung der Investitionen und die daraus entstehenden stillen Reserven haben eine Finanzierungsstruktur geschaffen, die Horst Knapp in einer Rezension der eingangs zitierten Eigenkapitalstudie zu der Bemerkung veranlaßte: „Wenn das österreichische Steuersystem eine Mitschuld am Rückgang der Eigenkapitalquote trifft, so paradoxerweise eher insofern, als es die Eigenkapitalbildung im Unternehmen nicht zu wenig, sondern zu stark begünstigt – zu stark nämlich in Relation zu der alternativen Form der Eigenkapitalbeschaffung im Wege der Außenfinanzierung.“ Bei der Beschaffung neuen Risikokapitals durch Außenfinanzierung stehen nämlich „steuerliche Gründe im Wege, die üblicherweise nicht ins Treffen geführt werden: die De-facto-Prämierung der Nichtausschüttung von Gewinnen durch alle Varianten der steuerlichen Investitionsbegünstigung“.

Der letzte bedeutende Versuch zur Belebung des Aktienmarktes, nämlich die Reform des Körperschaftsteuergesetzes im Jahr 1968, schlug fehl. Bei dieser Reform war versucht worden, die Attraktivität finanzieller Anlagen im Unternehmensbereich dadurch zu erhöhen, daß

die Ausschüttung von Gewinnen von Kapitalgesellschaften begünstigt besteuert wurde. Aufgrund bestimmter besonderer Gegebenheiten kam es aber nicht zur erwünschten Belebung der Außenfinanzierung (z. B. wegen der fehlenden Nachsteuer bei Ausschüttungen an die Obergesellschaft, wenn diese Ausschüttungen nicht an physische Personen weitergegeben wurden, oder wegen des geringen Interesses an einer Außenfinanzierung durch die Mehrheitsgesellschafter). Es kam lediglich zur Konstruktion von Doppelgesellschaften (Produktions- und Besitzunternehmen) und zur Entwicklung des sogenannten Schütt-aus-hol-zurück-Verfahrens.

Dazu kommt, daß in Österreich seit jeher die Veranlagung in risikolosen Papieren (Sparguthaben, festverzinsliche Wertpapiere), sei es de facto, sei es de iure, begünstigt ist. Paradoxerweise werfen solche Anlagen netto einen höheren Ertrag ab als die Veranlagung in Unternehmen. Besonders schmerzlich ist dies in Zeiten hoher Zinssätze, wie sie für die vergangenen Jahre typisch waren.

Zweifellos gibt es noch eine Reihe anderer Gründe, die dafür verantwortlich sind, daß sich in Österreich in den letzten Jahrzehnten nicht einmal ansatzweise ein Aktienmarkt entwickelt hat. Es ist im Gegenteil eine geradezu risikofeindliche Grundtendenz in den Veranlagungen entstanden.

Es ist klar, daß in einem so traditionsbewußten Land wie Österreich nur behutsam an die Entwicklung neuer Finanzierungsformen herangegangen werden kann. Als ein solcher Versuch kann das Beteiligungsfondsgesetz (BFG) gesehen werden, dessen Zielsetzung eine doppelte ist. Einerseits sollen jenen mittleren Unternehmen, die sich in einer Umstrukturierungsphase befinden, günstige Finanzierungsmittel gewährt werden. Andererseits ist das Beteiligungsfondsgesetz ein Instrument, um potentielle Anleger erstmals seit Jahrzehnten wieder mit dem Gedanken vertraut zu machen, ihr Kapital in Unternehmen anzulegen.

II. Das Beteiligungsfondsgesetz aus ökonomischer Sicht

Mit dem BFG hat das in Österreich von den Sozial- und Wirtschaftspartnern schon seit den 60er Jahren forcierte Konzept der Kapitalbeteiligung einen entscheidenden Fortschritt gemacht². Gerade die relativ rasche Realisierung des Gesetzes hat bewiesen, daß die Chancen für eine Lösung dieser Frage größer geworden sind. Dies dürfte vor allem darauf zurückzuführen sein, daß das Problem einer ausreichenden Risikokapitalbereitstellung einiges von seinem ideologischen Gehalt verloren hat. Es ist allen Verantwortlichen in den letzten Jahren klar geworden, daß die Frage des Eigentums an Produktionsmitteln und die Frage der betrieblichen Entscheidungs- und Mitspracheverhältnisse auf der einen Seite und die Ausstattung von Finanzierungsmitteln mit bestimmten Eigenschaften auf der anderen Seite zwei verschiedene, theoretisch und praktisch deutlich trennbare Fragen sind. Darüber

hinaus sind die Gestaltungsmöglichkeiten von Finanzierungsinstrumenten inzwischen derartig vielfältig, daß so grobe Unterscheidungen wie jene in Fremd- und Eigenkapital, oder auch jene in Risiko- und Nichtrisikokapital, die Komplexität des Wirtschaftslebens ohnehin nur unzureichend erfassen. Man denke in diesem Zusammenhang beispielsweise an die große Variationsbreite der stillen Gesellschaft, die von der Mitunternehmerschaft mit Substanzbeteiligung bis zu dem partiarischen Darlehen ähnlichen Ausprägungen reicht; oder man denke etwa an die in den letzten Jahren diskutierte Mischform des nachrangigen Kapitals.

Wichtiger als die Einordnung eines neuen Finanzierungsinstruments in bestehende Kategorien der Beteiligungsfinanzierung ist die Frage nach den spezifischen Eigenschaften, die es im einzelnen haben sollte, um gerade in der jetzigen Wirtschaftssituation den unternehmerischen und gesamtwirtschaftlichen Anforderungen zu genügen³. Geht man unter diesem Gesichtspunkt an das durch das BFG geschaffene Finanzierungsinstrument heran, so stehen dabei die folgenden vier Elemente im Vordergrund:

- Der Risikocharakter des bereitgestellten Kapitals;
- der Umstand, daß es sich um Außenfinanzierung handelt;
- die Langfristigkeit des bereitgestellten Kapitals;
- und schließlich der Umstand, daß diese Finanzierungsform auf die spezifisch österreichische Wirtschafts- und Unternehmensstruktur Rücksicht nimmt.

Der Risikocharakter der Beteiligungen nach dem BFG kommt in zweifacher Weise zum Ausdruck: Einerseits darin, daß das Beteiligungskapital im Konkurs haftet, wobei die Beteiligungen nach § 14 Abs. 2 BFG jedoch keine unbeschränkte Haftung und keine Nachschußpflicht der Beteiligungsfondsgesellschaft begründen dürfen⁴; andererseits in der Gewinnabhängigkeit der Ausschüttung. Die Vorteilhaftigkeit beider Elemente bedarf kaum eines Kommentars. Die Aufstockung des haftenden Kapitals erleichtert dem Unternehmer unter Umständen den Zugang zu weiterer Fremdfinanzierung, die Erfolgsabhängigkeit der Verzinsung ermöglicht ihm, die Bedienung des Kapitals an die Unternehmensentwicklung anzupassen. Wie wichtig gerade letzteres ist, hat sich in den vergangenen drei, vier Jahren gezeigt, als Unternehmen, die in der Phase raschen Wachstums hohe Fremdkapitalpositionen aufgebaut hatten, durch den Anstieg der Zinsen und die gleichzeitige Konjunkturverschlechterung in finanzielle Schwierigkeiten gerieten.

Das zweite wichtige Element der Beteiligungsfinanzierung nach dem BFG ist der Umstand, daß es sich dabei um ein Instrument der Außenfinanzierung handelt. Die Außenfinanzierung ist aufgrund der volkswirtschaftlichen Saldenkonstellation, d. h. auf Grund der Tatsache, daß die Unternehmen tendenziell Ausgaben- und die privaten Haushalte Einnahmenüberschüsse aufweisen, ohnehin unumgänglich. Ziel des BFG ist es, den Unternehmen nicht nur Kredite, sondern auch Risikokapital von außen zuzuführen. Es dominiert derzeit die Meinung,

daß die gegenwärtige Wirtschaftslage einen starken Ausbau der Außenfinanzierung erfordert⁵. Es war immer ein Einwand gegen die Selbstfinanzierung bzw. deren Förderung durch vorzeitige Abschreibungen, daß damit die Mobilität des Kapitals behindert werde, bzw. daß Produktionen, die in der Vergangenheit Gewinne gebracht hätten, dies nicht auch in der Zukunft tun müßten. Dieser Nachteil mag dann weniger ins Gewicht fallen, wenn es, bei gesicherter Nachfrage und stetigem Wachstum, primär um den Ausbau des Kapitalstocks geht. Dieser Nachteil wiegt jedoch schwerer in einer Phase raschen wirtschaftlichen Wandels, wenn es so wie jetzt um strukturelle Anpassung geht und Allokationsprobleme im Vordergrund stehen. Traditionelle Produktionen geraten in Ertragsschwierigkeiten, die neuen, alternativen Produktionen stecken noch in der Anfangsphase. In diesem Fall ist der Druck, im eigenen Unternehmen investieren zu müssen, nicht mehr unbedingt optimal, und es ist nicht zu vermeiden, daß Mittel zwischen Unternehmen umgeschichtet werden.

Das dritte entscheidende Merkmal der Beteiligungsfinanzierung ist die (relative) Langfristigkeit der bereitgestellten Mittel, eine Eigenschaft, deren Bedeutung und Dringlichkeit evident ist. Verschiedentlich wurde die Beteiligungsfondsfinanzierung gerade aufgrund von Fristigkeitsüberlegungen kritisiert. „Echtes“ Eigenkapital – so die Kritik –, wie beispielsweise Aktienkapital, stehe den Unternehmen unbefristet zur Verfügung, so daß von dieser Warte her die Beteiligungsfondsfinanzierung mit ihrer zehnjährigen Laufzeit eher wie traditionelles Fremdkapital anzusehen sei. Diese Kritik ist nur bedingt gültig. Erstens sind befristete Beteiligungen auch außerhalb des BFG nichts Außergewöhnliches; zweitens ist es nach dem HGB selbst bei auf unbestimmte Dauer errichteten Personengesellschaften unzulässig, die Kündigung seitens eines Gesellschafters völlig auszuschließen. Und schließlich ist – betrachtet man alle Möglichkeiten der Unternehmensfinanzierung in Österreich – ein zehnjähriges Finanzierungsinstrument auf jeden Fall positiv zu beurteilen, ob es nun „echtes“ Eigenkapital ist oder nicht. Sicherlich kann man darüber diskutieren, ob zehn Jahre eine angemessene Laufzeit sind oder ob nicht eine zumindest nach oben hin flexiblere Grenze ins Auge gefaßt werden sollte (was auch im Gesetz prinzipiell nicht ausgeschlossen ist). Von einer Beteiligungsfondsgesellschaft ist auch schon der Vorschlag gekommen, die Rückzahlung der Beteiligung nach Ablauf der Zehnjahresfrist in mehreren Raten und auf einen längeren Zeitraum verteilt vorzunehmen. Wie auch immer man sich zur Frage der Laufzeit stellt, eines ist zu beachten: Solange es keinen *vollständig* entwickelten Beteiligungsmarkt gibt – was sicherlich nur langsam und schrittweise der Fall sein wird –, solange sind Regelungen unverzichtbar, die sicherstellen, daß der Kapitalgeber nach Ablauf einer bestimmten Zeit sein Geld wiedersieht – den wirtschaftlichen Erfolg der Beteiligungen vorausgesetzt. Darüber hinaus dürfte es wohl der Mehrzahl der Unternehmen gar nicht unrecht sein, nach einiger Zeit wieder „alleiniger Herr im Haus“ zu sein. Man sollte diese Einstellung – gerade weil sie in Österreich ohnehin so verbreitet ist –

nicht noch fördern, man kann sie aber umgekehrt, will man mit einem neuen Finanzierungsinstrument nicht von vornherein scheitern, auch nicht völlig außer acht lassen.

Damit kommen wir zu jenem Charakteristikum der Beteiligungsfinanzierung, das bisher global mit „Berücksichtigung der österreichischen wirtschaftlichen Gegebenheiten“ umschrieben wurde. Damit ist primär der Umstand gemeint, daß das BFG auf die geringe „Kapitalmarktfähigkeit“ (um es einmal so zu nennen) der österreichischen Unternehmen Rücksicht nimmt. Der Aktienmarkt, der immer wieder als klassisches Instrument der Eigenmittelbeschaffung zitiert wird, liegt in Österreich – wie eingangs bereits festgestellt wurde – im Dornröschenschlaf. Dies läßt sich auf eine ganze Reihe von Ursachen zurückführen, die teilweise weit in die Geschichte zurückreichen; ein entscheidender Grund ist jedoch sicherlich die Größenstruktur der österreichischen Unternehmen. Dazu nur einige Zahlen: Von den mehr als 200.000 Unternehmen, die es in Österreich gibt, haben über 60 Prozent weniger als fünf Beschäftigte und nur 1,7 Prozent oder nicht einmal 3500 Betriebe über 100 Beschäftigte. Natürlich verschiebt sich dieses Bild im industriell-gewerblichen Sektor etwas zu den großen Betrieben, an der Grundtendenz ändert sich jedoch nichts. Diese Situation zeigt, daß alle Bemühungen zur Belebung des Aktienmarktes – wie wichtig und dringlich dies im einzelnen auch sein mag – nur einer recht kleinen Anzahl von Unternehmen helfen würden. Wichtiger war es daher, jenen mittleren Unternehmen Hilfe anzubieten, die nicht so leicht Zugang zu Finanzierungsmitteln haben. Aus diesem Grund wurde zunächst ein eigenes Beteiligungsfondsgesetz geschaffen, das auf diese Unternehmen abzielt, statt einen neuerlichen Versuch zur Belebung des Aktienmarktes zu starten.

Mit dem BFG sollte Risikokapital in Richtung „produzierender Sektor“ gelenkt werden. Obwohl dies nur in abgeschwächter Form geschieht – das Gesetz verlangt, daß zwei Drittel der Beteiligungen in diesem Sektor veranlagt werden –, stieß diese Bestimmung auf den Widerstand anderer Wirtschaftsbereiche und trug dem Gesetz den Vorwurf des Dirigismus ein. Die Motivation für diese Bestimmung war natürlich nicht eine Geringschätzung dieser anderen Wirtschaftsbereiche. Der Grund war vielmehr der Umstand, daß der Risikokapitalfluß in jene Bereiche, in denen Realbesitz eine große Rolle spielt, wie dies etwa im Fremdenverkehrsbereich typisch ist, auch in der Vergangenheit nicht so schlecht gewesen sein dürfte; sowohl die Tätigkeit der sogenannten „Abschreibungsgesellschaften“ als auch die Beteiligungsfinanzierung durch den Kreditapparat hat in diesem Bereich vermutlich ganz gut funktioniert. Relativ wenig davon profitiert hat jedoch der produzierende Sektor, der aber von der weltweiten Wirtschaftskrise wahrscheinlich am stärksten betroffen war. Hier soll das BFG zumindest teilweise Abhilfe schaffen.

Soweit zur Beteiligungsfinanzierung aus der Sicht des Kapitalnehmers bzw. der Kapitalverwendung. Nun noch einige Bemerkungen zu den Anlegern, der anderen Seite des Marktes sozusagen, und zu den

Beteiligungsfondsgesellschaften. Die Bereitstellung von Risikokapital für die Wirtschaft erfordert, daß ein anderer Sektor – die privaten Haushalte – Risiken trägt. Natürlich bedeutet auch die – nicht immer geplante und ganz freiwillige – Risikoübernahme durch die öffentliche Hand und den Kreditapparat letztlich eine Beteiligung der Haushalte an den wirtschaftlichen Risiken. Ziel des BFG ist es allerdings, neben dieser indirekten Riskentragung auch die bewußte, relativ direkte Risikoübernahme zu fördern.

Risikosparen wird jedoch in der Regel für eine nicht allzu große Schicht von Anlegern in Frage kommen. Dies hängt einerseits damit zusammen, daß bei einem zu geringen Vermögen die für den Anleger notwendige Risikostreuung seiner Anlagen praktisch nicht zu erreichen ist; andererseits ist auch eine gewisse Vermögensposition notwendig, um die beim Risikosparen natürlich möglichen Vermögens- und Einkommensausfälle zu verkraften. Dies mag dazu verleiten, die Bereitstellung von Risikokapital unbedingt mit der Existenz einer Rentierschicht zu verknüpfen. Dies ist jedoch nur zum Teil richtig. Es hat sich zwar in der langen Wachstumsphase nach dem Krieg, im Zuge der Entwicklung zu einem modernen Wohlfahrtsstaat, auch in Österreich eine soziale Schicht gebildet, die vom Vermögen und Einkommen her in der Lage ist, sich an unternehmerischen Risiken zu beteiligen und dazu auch bereit ist. Doch handelt es sich dabei vor allem um Freiberufler und leitende Angestellte, die eher „Teilzeitrentiers“ sind. Dies sind Anleger, die nur eine eher begrenzte Zeit für ihre Anlageentscheidungen aufbringen, die oft erst in einer relativ späten Phase ihres Lebens in die Lage kommen, über größere Summen zu disponieren und mit den entsprechenden Finanzmärkten vertraut zu werden und die auch dann nicht auf gewisse Absicherungen verzichten wollen. Die Konsequenz ist, daß auch diese neuen „Rentierschichten“ sich nur sehr zögernd und mit begrenzten Mitteln an unternehmerischen Risiken beteiligen und dieser Prozeß daher bestimmter Anreize und institutioneller Ergänzungen bedarf.

Die Anreize, die im BFG in Form verschiedenster steuerlicher Entlastungen vorgesehen sind, sind recht großzügig⁶.

Ausschlaggebend dafür waren die Erfahrungen, die man bisher mit der Verbreitung von Anlageformen, die für die überwiegende Zahl der Sparer neu waren, gemacht hat. Es hat sich vor allem auf dem Anleihemarkt gezeigt, daß es relativ lange dauert und massiver staatlicher Förderungen bedarf, bis eine zuvor eher unübliche Anlageform in weiten Kreisen akzeptiert wird und bis sich ein Markt dafür entwickelt.

Der zweite Grund für diese hohe Begünstigung ist in der schon erwähnten steuerlichen Behandlung konkurrierender Anlagen zu suchen. Ohne hier auf die politisch virulente Quellensteuers Diskussion einzugehen, muß darauf hingewiesen werden, daß aus unternehmerischer wie aus volkswirtschaftlicher Sicht die steuerliche Bevorzugung risikoloser Finanzanlagen gegenüber Anlagen, die mit Risiko verbunden sind, insbesondere gegenüber Realkapitalinvestitionen, bedenklich erscheint.

Eine wahrscheinlich unvermeidliche Konsequenz jeder Förderung in diesem Bereich ist allerdings, daß die Entwicklung eines Sekundärmarktes behindert wird. Es dürfte dies bei allen relativ neuen Anlageformen der Fall sein, wie nicht zuletzt die Erfahrungen auf dem Anleihemarkt zeigten. Selbst heute, nachdem auf diesem Markt die Begünstigungen weitgehend gefallen sind und nachdem sich sicherlich auch umfangreiche Wertpapierbestände in den Händen nicht-institutioneller Anleger befinden, wird der Sekundärmarkt überwiegend von den institutionellen Anlegern getragen. Im Bereich des BFG ist eine Lösung des Sekundärmarktproblems derzeit noch nicht in Sicht; es scheint aber unter den gegenwärtigen Gegebenheiten, d. h. solange Fonds mit begrenzter, 10jähriger Laufzeit aufgelegt werden, kein sonderlich dringliches Problem zu sein.

Der über Erwarten gute Anklang der Beteiligungsfonds in den ersten Monaten läßt sich allerdings nicht nur durch die steuerlichen Anreize erklären. Wichtig war auch, daß durch die Beteiligungsfondsgesellschaften der Kontakt zwischen Anlegern und Kapitalnachfragern quasi institutionalisiert wurde. Die Beteiligungsfinanzierung wird in der Literatur oft als direktes Geschäft zwischen dem beteiligungssuchenden Unternehmen und dem Anleger gesehen⁷. Dies muß jedoch nicht unbedingt so sein und ist in vielen Fällen auch nicht günstig. Gerade weil wir es mit „Teilzeitrentiers“ zu tun haben, ist es notwendig, das komplexe Geschehen, wie es sich auf Finanzmärkten in der Regel darstellt, in Institutionen zu verlagern und zu vereinfachen. Der einzelne Sparer ist oft nicht der beste Investor – weder was die Wahl seiner Anlage auf einem sehr differenzierten, undurchschaubaren Markt betrifft, noch bei der kontinuierlichen Verwaltung seiner Anlage. Diese Funktionen sollen daher die Beteiligungsfondsgesellschaften erfüllen; sie wählen die Beteiligungen aus und sie verwalten die Beteiligungen, wobei sie vom Gesetz angehalten werden, sich beim Eingehen der Beteiligungen eine Reihe von „Informations-, Kontroll- und Mitspracherechten“ zu sichern. Sie sind aufgrund dieser Rechte und aufgrund ihrer Spezialisierung auch eher in der Lage, zwei typische Probleme, die bei der Aufteilung von Risiken auftreten und etwa in der Versicherungsökonomie bekannt sind, besser zu handhaben als der einzelne Anleger: das Problem, daß tendenziell schlechte Risiken eher eine Beteiligung suchen (economics of lemons) und daß die Risikenabtretung das Verhalten des Unternehmens negativ beeinflußt (economics of moral hazard).

Trotz Einschaltung der Beteiligungsfondsgesellschaften ist es natürlich notwendig, auch den einzelnen Anleger mit Informationen über die Unternehmen, Fonds und Beteiligungsgesellschaften zu versorgen; erstens, weil ihm immer noch die Entscheidung zwischen einzelnen Beteiligungsfonds bzw. Beteiligungsfondsgesellschaften zufällt; und zweitens, weil mit dem BFG auch ein gewisser erzieherischer Effekt verbunden sein sollte, um auch die Anleger stärker als bisher mit unternehmerischen Fragen und Entwicklungen vertraut zu machen. Das BFG enthält daher bestimmte Publizitätsvorschriften, die vorsehen, daß der Anleger einige Grundinformationen über die Unterneh-

men seines Fonds bekommt, wie etwa bestimmte betriebswirtschaftliche Kennziffern, und sich so ein Bild über die Entwicklung der Unternehmen und Fonds machen kann. Dieser Gedanke, Publizität bei Unternehmen zu schaffen, die bisher davon überhaupt nicht betroffen waren, hat gerade bei den Interessensvertretern der Wirtschaft und bei Unternehmern Widerstand ausgelöst, obwohl es sich dabei um ein marktwirtschaftliches Prinzip handelt.

Die Einschaltung von Beteiligungsfondsgesellschaften zwischen Beteiligungswerber und Anleger hat neben dem Aspekt der Vereinfachung für den Anleger noch die Konsequenz, daß schon mit relativ kleinen Beträgen eine Risikostreuung möglich ist. Der Kreis der Anleger, die bereit und in der Lage sind, sich an unternehmerischen Risiken zu beteiligen, wird dadurch erheblich erweitert. Potenteren Anlegern stehen immer noch die ebenfalls im BFG vorgesehene Direktbeteiligung oder andere traditionelle Formen der Beteiligungsfinanzierung zur Verfügung.

III. Die bisherige Praxis des Beteiligungsfondsgesetzes – Empirische Evidenz

Mit der Emission von Genußscheinen gemäß dem BFG wurde am 4. Oktober 1982 begonnen. Seither – bis Mitte Mai 1983 – wurden 17 Fonds mit einem Gesamtemissionsvolumen von 1625 Mio. Schilling und einem Beteiligungsvolumen von 1425,8 Mio. Schilling errichtet. Obwohl mit diesen Volumina die Erwartungen aller „Insider“ um ein Vielfaches übertroffen wurden⁸, reichen sie für eine fundierte empirische Analyse und eine gesamtwirtschaftliche Bewertung des neuen Finanzierungsinstruments nicht aus. Darüber hinaus ist die Datenlage noch unvollständig; insbesondere stehen die für eine ökonomische Beurteilung informativen betriebswirtschaftlichen Kennziffern, wie sie für den jährlichen Rechenschaftsbericht vorgeschrieben sind, praktisch noch nicht zur Verfügung.

Die derzeit verfügbaren Daten – insbesondere die sektorale und die Größenstruktur der Beteiligungsunternehmen – liefern jedoch erste empirische Anhaltspunkte, ob die bisherigen Fonds den Intentionen des Gesetzgebers entsprechen. Die im Herbst des Vorjahres emittierten Fonds stießen gerade in dieser Hinsicht auf heftige Kritik. Die Veranlagungspolitik der Beteiligungsfondsgesellschaften schien darauf hinauszulaufen, wenig riskante Beteiligungen bei eher größeren und zudem häufig im geschützten Bereich tätigen Unternehmen einzugehen (siehe dazu Abschnitt IV). Die Kritik dieser Politik mag teilweise auf etwas überzogenen Erwartungen über die Möglichkeiten einer „venture capital“-Finanzierung nach amerikanischem Vorbild in Österreich beruhen. Auf der anderen Seite läßt sich nicht leugnen, daß die im Bericht des Finanz- und Budgetausschusses zum BFG genannten „Klein- und Mittelbetriebe, die sich in einer oft kostspieligen Umstrukturierungs- bzw. Expansionsphase befinden“, in den ersten Fonds nur spärlich

vertreten sind. Dies veranlaßte den Bundesminister für Finanzen dazu, bereits im November 1982 mit den Beteiligungsfondsgesellschaften ein Gentlemen's Agreement abzuschließen, um das Beteiligungskapital stärker in die wirtschaftspolitisch gewünschten Bahnen zu lenken. Um zu untersuchen, inwieweit das gelungen ist, wurden die Fonds von uns – je nachdem, ob sie vor oder nach dieser Vereinbarung emittiert wurden – in zwei Gruppen zusammengefaßt, die wir im folgenden mit „1. Fondsgeneration“ bzw. „2. Fondsgeneration“ bezeichnen.

Übersicht 1 faßt die wichtigsten Kennziffern über die Größe der Fonds, der Beteiligungen und der Beteiligungsunternehmen zusammen. Demnach wurden in den bisherigen 17 Fonds 123 Beteiligungen an 80 Unternehmen eingegangen. Die einzelnen Beteiligungen schwanken zwischen 2 Mio. Schilling und 37 Mio. Schilling, der Durchschnitt beträgt 11,6 Mio. Schilling. Das einzige Ergebnis von wirtschaftspolitischer Bedeutung, das sich aus der Übersicht ableiten läßt, betrifft die Größe der Beteiligungsunternehmen. Die durchschnittliche Beschäftigtenzahl liegt knapp über 400. Um die Verzerrung dieser Zahl nach oben durch einige Großbetriebe auszuschalten, wurde der Median der Unternehmensgrößen ermittelt, der bei 190 Beschäftigten liegt. Auf Kleinbetriebe bis 99 Beschäftigte entfielen 19 Prozent des gesamten Beteiligungskapitals (zum Vergleich: der Anteil dieser Unternehmen an den Investitionen des industriell-gewerblichen Sektors beträgt fast ein Drittel). Vergleicht man die beiden „Fondsgenerationen“, zeigt sich, daß das Gentlemen's Agreement offensichtlich eine Hinwendung zu kleineren Unternehmen und geringeren Beteiligungen bewirkte⁹. Dies ist offenbar eine Folge der im Agreement enthaltenen Bestimmung, daß nunmehr Fonds mindestens acht statt der im Gesetz vorgeschriebenen mindestens fünf Beteiligungen aufweisen müssen. Umgekehrt ist diese Bestimmung vielleicht dafür verantwortlich, daß die durchschnittliche Fondsgröße der zweiten Gruppe höher ist als der ersten Fonds, weil die Beteiligungsfondsgesellschaften eine bestimmte (durchschnittliche) Beteiligungshöhe nicht unterschreiten möchten. Insgesamt zeigen die Zahlen, daß die durch das BFG angesprochenen Unternehmen doch deutlich kleiner sind als jene, auf die die etwa gleichzeitig ins Leben gerufenen TOP-Aktion abzielt¹⁰.

Übersicht 2 zeigt, in welche Wirtschaftssektoren das Beteiligungskapital geflossen ist. Anzumerken ist, daß ihre Erstellung nach dem tatsächlichen Unternehmensschwerpunkt der Beteiligungsunternehmen und nicht nach ihrer Zugehörigkeit zu einem bestimmten Fachverband erfolgte. Aber selbst nach dieser Bereinigung zeigt sich, daß insgesamt die Veranlagungsvorschrift des § 14 Abs. 4 BFG eingehalten wurde und fast 70 Prozent (in der „1. Fondsgeneration“) bzw. fast 80 Prozent („2. Fondsgeneration“) des Beteiligungskapitals in den industriell-gewerblichen Sektor flossen. Die Elimination der Elektrizitäts- und sonstiger Versorgungsunternehmen durch das Gentlemen's Agreement bewirkte zweierlei: Einerseits stieg in der „2. Fondsgeneration“ der Anteil der Beteiligungen im Bereich „Industrie – Gewerbe“, andererseits gewannen der Handel und der Fremdenverkehr an Gewicht.

Das durch das BFG geschaffene Finanzierungsinstrument ist noch zu jung, um eine seriöse Aussage über seine Allokationswirkung treffen zu können. Dafür reichten auch die derzeit verfügbaren Daten und die bloße Zuordnung zu einzelnen Wirtschaftsbereichen nicht aus. Betrachtet man nur den industriell-gewerblichen Bereich, läßt sich aber zumindest ein Vergleich mit anderen Förderaktionen herstellen (Übersicht 3). Zum Vergleich wurde die „2. Fondsgeneration“ herangezogen, da die Struktur der ersten Fonds die Entwicklung verzerrt darstellt und auf Grund des Gentlemen's Agreements eher die Struktur der zweiten Fondsgruppe für die Beteiligungsfondsfinanzierung typisch sein dürfte. Von allen betrachteten Förderaktionen weist die Beteiligungsfondsfinanzierung gemäß BFG den geringsten Anteil des Basissektors auf, was sicherlich damit zusammenhängt, daß dort der Verstaatlichungsgrad sehr hoch ist und die Verstaatlichte von diesem Instrument kaum profitiert. Auffällig ist ferner ein sehr hoher Anteil der technischen Verarbeitungsprodukte, der nur beim Forschungsförderungsfonds und bei der TOP-Aktion noch höher ist. Dem steht allerdings ein unverhältnismäßig hoher Anteil der traditionellen Konsumgüterbranchen gegenüber, der höher ist als bei allen anderen Förderaktionen.

Übersicht 1

	„1. Fonds- generation“ ¹	„2. Fonds- generation“ ¹	Alle Fonds
Anzahl der Fonds	8	9	17
Gesamtemissionsvolumen (Mio. S)	750,0	875,0	1.625,0
Gesamtbeteiligungsvolumen (Mio. S)	677,3	748,5	1.425,8
Anzahl der Beteiligungen	52	71	123
Anzahl der Unternehmen	37	50	80
Durchschnittliches Fondsvolumen (Mio. S)	93,8	97,2	95,6
Durchschnittliche Einzelbeteili- gung (Mio. S)	13,0	10,5	11,6
Beteiligungen je Fonds	6,5	7,9	7,2
geringste/höchste Beteiligung (Mio. S)	4,0/37,0	2,0/22,0	2,0/37,0
Unternehmensgröße (Beschäftigte)			
– Durchschnitt	481,6	462,2	411,2 ²
– Median	235	192	192
– kleinstes/größtes Unternehmen	7/2.740	11/2.740	7/2.740

1 Fonds vor bzw. nach dem Gentlemen's Agreement vom November 1982

2 Siehe Fußnote 7 im Text.

Übersicht 2

Beteiligungsstruktur nach Wirtschaftsbereichen
(Anteil in Prozent)

	„1. Fonds- generation“ ¹	„2. Fonds- generation“ ¹	Alle Fonds
Industrie	69,6	78,6	74,4
davon:			
Basissektor	12,9	5,3	8,7
Chemie	22,7	16,1	19,0
Baustoffe	5,9	14,2	10,6
Technische			
Verarbeitungsprodukte	32,1	39,8	36,4
Traditionelle			
Konsumgüterbranchen ²	26,3	24,6	25,4
	100	100	100
Elektrizitäts- und			
Fernwärmeversorgung	20,4	—	9,7
Land- und Forstwirtschaft	—	2,7	1,4
Handel	8,7	13,1	11,0
Fremdenverkehr	1,3	5,5	3,5
	100	100	100

¹ Fonds vor bzw. nach dem Gentlemen's Agreement vom November 1982

² Einschließlich graphisches Gewerbe

IV. Mängel und Therapie

Aufgrund der eingangs skizzierten historischen Gegebenheiten konnte nicht erwartet werden, daß es nur einer kleinen Anstrengung bedürfe, um dem Gedanken des Risikokapitals in Österreich wieder zum Durchbruch zu verhelfen. Es herrschte Übereinstimmung darüber, daß man sich diesem Ziel schrittweise nähern müsse. Diese Ansicht schlug sich bereits im Gesetzestext nieder, der, gemessen an der Höhe der Steuerbegünstigungen, äußerst liberal abgefaßt war. Man wollte den ursprünglich vier, später fünf Beteiligungsfondsgesellschaften die Chance geben, einen entsprechenden Beteiligungsmarkt vorsichtig aufzubauen. Zunächst galt es sowohl für die Genußscheine Käufer zu finden, als auch genügend Unternehmen dafür zu interessieren, günstiges Eigenkapital unter Preisgabe der „typisch österreichischen“ Geheimhaltung wichtiger betrieblicher Kennziffern aufzunehmen.

In der Praxis zeigte sich jedoch sehr bald, daß es nicht leicht sein würde, das neue Instrument entsprechend den strukturpolitischen Zielsetzungen auszugestalten. Das Hauptproblem ist die Nähe der

Vergleich der Branchenstrukturen einiger Förderaktionen
(Anteil in Prozent)

Sektor	ERP ¹	EEF/ FGG ²	FFF ³	Invest- kredit ⁴	Direkte Förde- rung ⁵	Zins- stüt- zung	TOP	Beteili- gungsfonds („2. Fonds- generation“)	Investi- tions- struktur Industrie
	1970– 1979	1970– 1979	1970– 1979	1970– 1979	1970– 1979	1978	1981/ 1982		
Basissektor	25,4	36,8 ⁶	11,6	34,4	37,3	33,5	18,5	5,3	30,6
Chemie	13,2	4,3	23,7	23,1	11,9	14,3	24,0	16,1	10,5
Baustoffe	8,8	12,6	3,8	14,8	9,2	7,1	14,4	14,2	12,0
Technische Verarbeitungs- produkte	35,6	32,0	54,1	18,4	26,0	33,4	41,9	39,8	31,4
Traditionelle Konsumgüter- branchen	14,4	14,3	6,8	9,3	15,7	11,7	1,2	24,6	15,5

¹ ERP-Kreditzusagen

² Verbürgte Kreditsumme der Finanzierungsgarantie-Gesellschaft

³ Verteilung der Fördermittel der Forschungsförderungsfonds der Gewerblichen Wirtschaft

⁴ Verteilung der Kredite an die Industrie

⁵ ERP, EEF (FGG), KKG, WWF, Zinsenstützungsaktion 1978, Sonderaktion des Bundes; ohne Investkredit

⁶ Fast ausschließlich Papiersektor

Quelle: K. Aiginger/K. Bayer, Erste Erfahrungen mit der Förderung von „Topinvestitionen“ in der österreichischen Industrie, Schriftenreihe der Österreichischen Investkredit, Bd. 8, Wien 1982; eigene Berechnungen

Beteiligungsfondsgesellschaften zum Kreditapparat. Die Beteiligungsfondsgesellschaften sind ausschließlich als Tochterunternehmen von Kreditinstituten organisiert. Deswegen tendierten die Beteiligungsfondsgesellschaften einerseits dazu, aus den Beteiligungen kreditähnliche Vereinbarungen zu machen, andererseits richteten sie ihre Veranlagungspolitik hauptsächlich an bankmäßigen Überlegungen aus. Vor allem in der ersten Phase kamen daher große Unternehmen besonders häufig zum Zug, vor allem dann, wenn ausreichende Sicherstellungen gewährleistet waren.

Ein Blick in die Beteiligungsstatistik zeigt eine bemerkenswerte Konzentrierung auf bestimmte Unternehmen. So beteiligten sich je sieben Fonds an der STEWEAG (mit insgesamt 107 Mio. Schilling) und am Grazer Großversandhaus Kastner & Öhler (Gesamtsumme 82 Mio. Schilling), 5mal kam die Österreichische Brau AG (mit insgesamt 79 Mio. Schilling Beteiligungskapital) in den Genuß von Beteiligungen, und 4mal wurden Beteiligungsverträge mit der Papierfabrik Laakirchen (Gesamtsumme 48 Mio. Schilling) abgeschlossen.

Darüber hinaus fielen die Verträge zwischen den Beteiligungsfondsgesellschaften und den beteiligungsuchenden Unternehmen keineswegs im Sinne der Intentionen des Gesetzgebers aus. Bisher wurden – auf Grund der steuerlichen Situation – durchgehend echte stille Beteiligungen eingegangen, wobei die Ausschüttung an die Beteiligungsfonds zum überwiegenden Teil unabhängig von der Gewinnsituation des Beteiligungsunternehmens vereinbart wurde und sich überdies weitgehend von der Höhe der Einlage berechnete. Die stille Beteiligung bekam dadurch mehr den Charakter eines langfristigen Kredites zu günstigen Konditionen, zumal – im Hinblick auf die Abschichtung der Beteiligung – praktisch keine Substanzbeteiligung vereinbart wurde.

Viel zu häufig wurden auch Beteiligungen an Handelsunternehmen eingegangen. Dies war nur unter Ausnützung der formalen Liberalität des Gesetzes möglich. § 14 des Beteiligungsfondsgesetzes regelt die Veranlagungsvorschriften. Danach sind $\frac{3}{4}$ des Fondsvolumens in Unternehmen anzulegen, die in den Sektionen „Industrie“ oder „Gewerbe“ der Kammern der gewerblichen Wirtschaft organisiert sind. Wie sich nun zeigt, ist dieses Formalkriterium praktisch für jedes Unternehmen erreichbar. Zwar zeigt die Auswertung der bisherigen Fonds, daß diese $\frac{3}{4}$ -Regelung auch dann erfüllt ist, wenn man STEWEAG und Kastner & Öhler zum „freien“ Sektor rechnet. Dennoch handelt es sich hier eindeutig um die Umgehung der materiellen Intentionen des Gesetzes.

Im Verlauf des Jahres 1982 wurden zwischen den Beteiligungsgesellschaften und dem Bundesministerium für Finanzen zwei Vereinbarungen getroffen, um die Veranlagungspolitik mehr den Intentionen des Gesetzes anzunähern. In der ersten Vereinbarung wurde die Haftung Dritter für eine von einer Beteiligungsfondsgesellschaft übernommene Beteiligung ausgeschlossen. Weiters wurden die Höhe der festen Verzinsung bzw. die Garantie eines Mindestgewinns auf die Hälfte der zuletzt bekanntgegebenen Sekundärmarkttrendite herabgesetzt. Die

Beteiligungsfondsgesellschaften hatten ursprünglich höhere gewinnunabhängige Ausschüttungen angestrebt. Gewinnunabhängige Ausschüttungen sind zwar an sich bei stillen Beteiligungen nichts Ungewöhnliches. Dem Gedanken der steuerbegünstigten Risikoanlage entspricht dies jedoch kaum, sodaß – wie noch gezeigt werden wird – weitere Verbesserungen der Vertragsgestaltung notwendig sind.

Die zweite Vereinbarung enthielt vier Bestimmungen. Erstens mußte jeder ab nun zur Genehmigung eingereichte Fonds mindestens acht Unternehmen umfassen. Diese Regelung war deswegen notwendig geworden, weil die ersten Fonds fast durchgehend nur mit 5 bis 6 Unternehmen arbeiteten und damit am unteren gesetzlichen Limit blieben. Zweitens durften nur noch jene Unternehmen in einen Fonds aufgenommen werden, die nicht auch durch das Energieförderungs-gesetz oder das Fernwärmeförderungsgesetz begünstigt sind. Diese Bestimmung war die Reaktion auf die in sämtlichen frühen Fonds bestehenden Versuche, Energieversorgungsunternehmen und andere Versorgungsbetriebe mit günstigem Beteiligungskapital zu versehen. Drittens mußten die Beteiligungsfondsgesellschaften die an sich mögliche Lombardierung der Genußscheine mit 50 Prozent des Ausgabepreises beschränken und sich viertens dazu verpflichten, Genußscheine nur zu 50 Prozent des Ausgabepreises zurückzukaufen. Mit diesen beiden Bestimmungen wurde auf Versuche der Fondsgesellschaften reagiert, den Ankauf von Genußscheinen durch die Gewährung von Krediten über die jeweiligen Muttergesellschaften zu forcieren – eine Vorgangsweise, die wohl ebenfalls mit der Nähe der Beteiligungsfondsgesellschaften zum Kreditapparat zusammenhängt.

Es zeigte sich jedoch bald, daß diese Vereinbarungen nicht ausreichend waren. Um eine befriedigende Veranlagungspolitik herbeizuführen, wird es notwendig sein, in naher Zukunft folgende Ergänzungen durchzuführen, sei es auf der Ebene von Vereinbarungen oder auf gesetzlicher Basis. Vorstellbar sind folgende Regelungen:

1. § 9: Rechenschaftsbericht:

Die Genußscheininhaber haben gem. § 9 BFG Zutritt zur Hauptversammlung der Beteiligungsfondsgesellschaft und können vom Vorstand Auskünfte über Angelegenheiten jener Fonds verlangen, von denen sie Genußscheine erworben haben. Um ihnen die Möglichkeit zur Information zu geben, sind im Gesetz Rechenschaftsberichte vorgesehen. Der Sinn dieser Bestimmung ist es, bei den Gutscheinezeichnern das Interesse an der konkreten Verwendung ihrer Geldmittel zu wecken. Der Rechenschaftsbericht hat eine Reihe von Kennzahlen zu enthalten, und zwar:

- a) die Eigenkapitalquote als das Verhältnis des Eigenkapitals zur Bilanzsumme,
- b) den Cash flow im Verhältnis zur Betriebsleistung,
- c) die Rentabilität des Gesamtkapitals,
- d) das Verhältnis der Effektivverschuldung zum Cash flow,
- e) die Zahl der Beschäftigten.

Die genaue Definition der Kennziffern wurde in einer Verordnung

des Bundesministers für Finanzen durchgeführt. Die Form dieser Kennziffern wurde im Gesetz deswegen so gewählt, um der bekannten Publizitätsscheu österreichischer Unternehmen wenigstens teilweise und in der ersten Phase entgegenzukommen. Vier der fünf Kennziffern sind allerdings Verhältniszahlen, aus denen schon für einen Fachmann nicht allzuviel zu entnehmen ist, geschweige denn wird ein Genußscheinzeichner damit etwas anzufangen wissen. Da nun die „Schwellenangst“ der Unternehmen vorüber ist, wäre eine Verbesserung der betrieblichen Information zu überlegen.

Im übrigen läßt auch die Qualität der Information, die dem Käufer der Genußscheine geboten wird, sehr zu wünschen übrig. Die Verbesserung der betrieblichen Information wäre daher in gleichem Maße auf den Zeitpunkt des Erwerbs der Genußscheine auszudehnen. Damit könnte dem Genußschieinkäufer besser als bisher die Möglichkeit gegeben werden, zwischen den einzelnen Fonds zu wählen. Dies würde zur Verschärfung der Konkurrenz zwischen den Beteiligungsfondsgesellschaften beitragen.

2. § 14 Veranlagungsvorschriften:

a) Absatz 2: Rechtsform der Beteiligung:

Das Gesetz sieht Beteiligungen in der Rechtsform der Kommanditbeteiligung, einer stillen Beteiligung oder einer Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft vor. Vor allem aus steuerlichen Gründen kam es bisher nur zu typisch stillen Beteiligungen. Der echte stille Gesellschafter ist kein Mitunternehmer. Er ist in der Regel nur am laufenden Betriebsergebnis des Unternehmens beteiligt. Ist er an den stillen Reserven und am Firmenwert beteiligt, dann ist er Mitunternehmer. Es wäre daher im Interesse des Gedankens des Beteiligungsfondsgesetzes, auch die echten Mitunternehmerschaften sowie die Beteiligung über die Aktie und damit auch die Beteiligung an der Substanz des Unternehmens zu forcieren. Darüber hinaus sollten in Hinkunft die Beteiligungsverträge keine kreditähnlichen Bedingungen mehr enthalten.

Eine Lösung dieses Problems könnte so ausschauen: zugelassen werden nur noch Beteiligungsverträge, die eine aliquote Teilnahme am Gewinn/Verlust des Unternehmens entsprechend den Eigenkapitalrelationen erlauben. Selbstverständlich müßte dabei eine einheitliche Gewinndefinition vorgenommen werden. Weiters ist eine Teilnahme am Substanzwert vorzusehen. Auf diese Weise kommt es zu einer Verschiebung des Interesses der Genußschieinkäufer vom Ankaufsjahr (Steuerbegünstigung) in die langfristige Entwicklung der Unternehmensbeteiligungen. Zusätzlich wird der Boden für eine Belebung des Aktienmarktes weiter bereitet.

b) Abs. 4: Veranlagung des Fondsvermögens:

Das Fondsvermögen muß zu zwei Dritteln in Unternehmen veranlagt werden, die den Sektionen „Gewerbe“ und „Industrie“ der Kammern der gewerblichen Wirtschaft angehören. Die Erfahrung

zeigt, daß dieses Kriterium praktisch von allen Unternehmen erfüllt werden kann (z. B. ADEG, STEWEAG, Kastner & Öhler). Es wäre daher folgendes denkbar:

Analog zur seit zwei Jahren laufenden Top-Aktion wird ein speziell auf Beteiligungen zugeschnittener Kriterienkatalog ausgearbeitet, der den Beteiligungsfondsgesellschaften zwingend zur Beachtung vorgeschrieben wird, so wie dies auch bei der Verordnung über die betrieblichen Kennziffern geschehen ist. Die Beteiligungsfondsgesellschaften haben ihre Beteiligungen entsprechend dieser Kriterien festzulegen.

V. Schlußbetrachtung

Über viele Jahrzehnte hinweg war die Unternehmensfinanzierung in Österreich auf die Innenfinanzierung ausgerichtet. Erst im Zuge der Diskussion über tiefgreifende strukturelle Änderungen der österreichischen Wirtschaft wurde auch wieder darüber nachgedacht, wie man die Finanzierungsstruktur der Unternehmen den geänderten Rahmenbedingungen anpassen könnte. Der erste Schritt dazu war das Beteiligungsfondsgesetz. Aufgrund der bisherigen Erfahrungen kann man sagen, daß dieses Gesetz sowohl von den Unternehmen als auch vom Publikum voll akzeptiert worden ist. Zweifellos ist die Veranlagungspolitik der fünf Beteiligungsfondsgesellschaften noch nicht als optimal zu bezeichnen. Dies konnte jedoch auch nicht erwartet werden, bedenkt man, wie lange sich auf diesem Gebiet nichts Wesentliches bzw. nur Negatives (z. B. Verlustabschreibungsgesellschaften) getan hat. Entscheidend ist, daß das neue Instrument durchaus verbesserungsfähig ist, sei es durch gesetzliche Maßnahmen, sei es durch Vereinbarungen zwischen dem Bundesministerium für Finanzen und den Beteiligungsfondsgesellschaften. Und wichtig ist es auch, den mit dem Beteiligungsfondsgesetz erstmals beschrittenen Weg weiter fortzusetzen. Den Beteiligungsfondsgesellschaften vorgelagert sollten „venture capital“-Gesellschaften werden, nachgelagert sollte ein funktionierender Aktienmarkt sein. All dies sind Einzelschritte in die richtige Richtung, die jeder für sich wohl nicht der große Wurf sind, die aber gemeinsam zumindest mithelfen können, die Finanzierungsstruktur der österreichischen Wirtschaft entscheidend zu verbessern.

Anmerkungen

- 1 K. Aiginger, K. Bayer, „Ausmaß, Funktion und Verzinsung des Eigenkapitals in der österreichischen Industrie“, Wien 1980.
- 2 H. Dorn, „Zur Vorgeschichte der Kapitalbeteiligungsgesellschaften in Österreich“, Wirtschaftspolitische Blätter, 25. Jg. 1978, Heft 3.
- 3 Siehe vor allem P. Rosner, „Ein Beitrag zur Eigenkapitaldiskussion“, Wirtschaftspolitische Blätter, 28. Jg., 1981, Heft 6.
- 4 Im Falle der in der Praxis des BFG dominierenden stillen Beteiligung haftet nach § 14 Abs. 2 BFG die Beteiligungsfondsgesellschaft mit der gesamten Einlage, auch wenn der auf die Gesellschaft entfallende Verlust geringer ist.
- 5 Siehe beispielsweise H. Haschek, „Strategien zur Finanzierung des Strukturwandels in Österreich“, Wien 1981. P. Rosner, a. a. O. sowie K. Fuchs und besonders nachhaltig E. Loitsberger in ihren Vorträgen bei den von der Ersten österreichischen Spar-Casse und der Vereinigung Österreichischer Industrieller veranstalteten Enqueten „Risikokapital“ bzw. „Das Beteiligungsfondsgesetz“.
- 6 Für den Erwerb von Genußscheinen bestehen folgende steuerliche Begünstigungen:
 - Die Aufwendungen für den Erwerb können als Sonderausgabe geltend gemacht werden (je S 40.000,- jährlich für den Steuerpflichtigen und den Ehegatten, je S 10.000,- je Kind);
 - Ausschüttungen steuerfrei;
 - Freibetrag von S 10.000,- je Person bei der Vermögenssteuer; Voraussetzung für die Steuerbegünstigungen ist eine Behaltefrist von mindestens 10 Jahren.
- 7 Siehe beispielsweise P. Mooslechner, „Risikokapitalbildung aus makroökonomischer Sicht“, Manuskript, Wien 1982.
- 8 Die Schätzungen des jährlich über Genußscheine aufgebrachten Beteiligungskapitals lagen bei 200–400 Mio. Schilling; siehe z. B. A. Ohnmacht, „Der österreichische Beteiligungsmarkt 1981“, in: Girozentrale (Hrsg.), Das neue Beteiligungsfondsgesetz, Wien, 1982.
- 9 Die scheinbare ‚Anomalie‘, daß die durchschnittliche Unternehmensgröße – zieht man alle Fonds in Betracht – geringer ist als jene der beiden Teilgruppen, beruht darauf, daß jedes Unternehmen natürlich nur einmal berücksichtigt wurde und überdurchschnittlich große Unternehmen offenbar eher „Mehrfachbeteiligungen“ aufnehmen als kleine.
- 10 Siehe K. Aiginger/K. Bayer, „Erste Erfahrungen mit der Förderung von ‚Topinvestitionen‘ in der österreichischen Industrie“, Schriftenreihe der Österreichischen Investitionskredit AG, N. F., B. 8, Wien 1982.