

Eigenkapitalausstattung österreichischer Unternehmen – Hindernisse und Handlungsoptionen¹

Peter Breyer, Eleonora Endlich, Dieter Huber, Doris Oswald, Christoph Prenner, Lukas Reiss, Martin Schneider, Walter Waschiczek²
Begutachtet von: Thomas Url, WIFO

Diese Studie untersucht die aktuelle Entwicklung und bestehende Hemmnisse in der Eigenkapitalfinanzierung österreichischer Unternehmen. Nach einer Verbesserung in den Jahren vor der Pandemie dürfte sich die Eigenkapitalquote der Unternehmen im Zuge der COVID-19-Pandemie auch unter Berücksichtigung aller derzeit bekannten Hilfsmaßnahmen deutlich reduzieren – ohne Hilfsmaßnahmen würde sie allerdings doppelt so stark sinken. Die Eigenkapitalaufbringung der österreichischen Unternehmen erfolgt zu einem wesentlichen Teil aus dem Ausland, während der Anteil des Finanzsektors relativ gering ist. Nachfrageseitige Hemmnisse der Eigenkapitalaufnahme umfassen etwa die Ablehnung der Einflussnahme durch externe Investoren, Informations- und Datendefizite seitens der Unternehmen und die steuerliche Diskriminierung von Eigenkapital gegenüber Fremdkapital. Das Angebot von Eigenkapital wird durch Informationsdefizite bezüglich der wirtschaftlichen Lage kapitalsuchender Unternehmen und die geringe Liquidität von Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen beeinträchtigt. Als Möglichkeiten zur Stärkung der Eigenkapitalbasis von Unternehmen in Österreich werden – basierend auf Gesprächen mit Expertenorganisationen und Marktteilnehmern – steuerliche Fördermaßnahmen, Investitionen in Eigenkapital durch Intermediäre sowie staatliche Unterstützungsmaßnahmen identifiziert.

JEL-Klassifizierung: E61, G1, G2, G32

Schlagwörter: Unternehmensfinanzierung, Eigenkapital, institutionelle Investoren

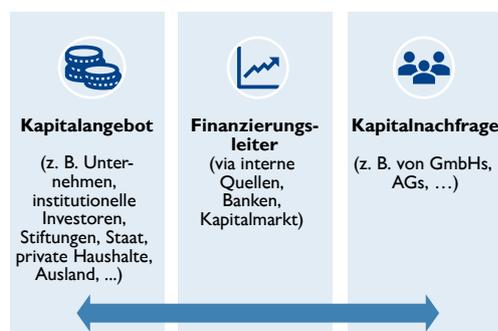
Der pandemiebedingte Einbruch der Wirtschaftsleistung hat verschiedene Branchen in unterschiedlichem Ausmaß getroffen. Die Maßnahmen zur Eindämmung der COVID-19-Pandemie haben zu teilweise massiven Umsatzeinbrüchen geführt und sich unmittelbar auf die Liquiditäts- und Eigenkapitalpositionen der betroffenen Unternehmen ausgewirkt. Da österreichische Unternehmen bereits vor der aktuellen Wirtschaftskrise Friktionen zwischen Angebot von und Nachfrage nach Eigenkapital gegenübergestanden sind, fordern zahlreiche wirtschaftspolitische Akteure eine Stärkung der Eigenkapitalbasis von Unternehmen. Dies würde nicht nur das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage fördern (Abbildung 1), sondern auch positive gesamtwirtschaftliche Auswirkungen mit sich bringen.

¹ Im Sinne der besseren Lesbarkeit wird teilweise auf geschlechtergerechte Formulierungen verzichtet. An ihrer Stelle verwendete Begriffe gelten grundsätzlich für alle Geschlechter.

² Oesterreichische Nationalbank, Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen: lukas.reiss@oenb.at, martin.schneider@oenb.at, walter.waschiczek@oenb.at; Referat des Gouverneurs: eleonara.endlich@oenb.at; Abteilung Europäische Aufsichtsgrundsätze und Strategie: peter.breyer@oenb.at, dieter.huber@oenb.at, doris.oswald@oenb.at, christoph.prenner@oenb.at. Vielen Dank an Eva Übl, Matthias Wicho und Stefan Wiesinger für die Bereitstellung von Daten. Die von den Autorinnen und Autoren zum Ausdruck gebrachte Meinung gibt nicht notwendigerweise die Meinung der Oesterreichischen Nationalbank oder des Eurosystems wieder.

Abbildung 1

Angebot von und Nachfrage nach Eigenkapital



Quelle: OeNB.

In dieser Studie geben wir einen Überblick über die Eigenkapitalausstattung österreichischer nichtfinanzieller Unternehmen. Weiters gehen wir auf bestehende Hemmnisse in der Eigenkapitalfinanzierung ein und präsentieren Optionen zur Stärkung der Eigenkapitalbasis. Mit diesem Artikel möchten wir umfassendere Daten bezüglich der derzeitigen Eigenkapitalausstattung österreichischer Unternehmen liefern, ein besseres Verständnis für die Thematik und die damit zusammenhängenden Herausforderungen erreichen und erfolgreiche Beispiele für die Eigenkapitalstärkung von Unternehmen in anderen Ländern vorstellen.

Die Studie gliedert sich in vier Teile: Im ersten Teil erfolgt eine Darstellung der Eigenkapitalausstattung österreichischer Unternehmen vor und während der COVID-19-Pandemie. Im zweiten Teil wird der Frage nachgegangen, wer das von österreichischen Unternehmen begebene Eigenkapital hält. Im dritten Teil wird das Konzept der Finanzierungsleiter (*funding escalator*) erläutert, und Hemmnisse bezüglich des Kapitalangebots und der Kapitalnachfrage werden diskutiert. Im vierten Teil werden Möglichkeiten zur Stärkung der Eigenkapitalbasis von Unternehmen in Österreich skizziert und Modelle anderer Länder beschrieben. Eine Zusammenfassung schließt den Beitrag ab.

1 Überblick: Eigenkapitalausstattung österreichischer Unternehmen

1.1 Eigenkapitalausstattung verbesserte sich vor der COVID-19-Pandemie stetig; unteres Quartil im internationalen Vergleich jedoch schwach

Die Eigenkapitalausstattung der österreichischen Unternehmen verbesserte sich vor der COVID-19-Pandemie stetig, denn lag die durchschnittliche Eigenkapitalquote laut BACH-Datenbank³ im Jahr 2005 noch bei 31,5 %, so stieg sie bis ins Jahr 2018 auf 40,4 % an. In diesem Zeitraum konnte Österreich somit unter den neun Ländern, für die BACH-Daten ab 2005 vorliegen, vom neunten auf den vierten Rang vorrücken (Grafik 1)⁴.

Eine Betrachtung der Verteilung des Eigenkapitals von Unternehmen ausgewählter Branchen zeigt die Defizite in Österreich (Grafik 2). Während die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung (gemessen am Mittelwert) aller Unternehmen in den meisten Branchen (mit Ausnahme von Beherbergung und Gastronomie)

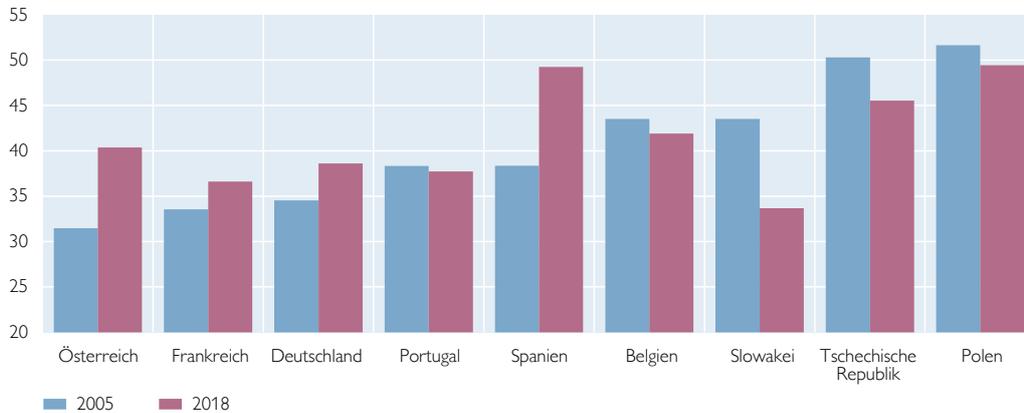
³ Die BACH-Datenbasis enthält harmonisierte aggregierte Bilanzdaten von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zu zwölf europäischen Ländern. Sie deckt eine Vielzahl an Wirtschaftssektoren ab (über 100 Variablen für mehr als 80 NACE-Zweisteller) und ist in vier Firmengrößenklassen untergliedert. Alle Variablen sind als Mittelwert und Quartile verfügbar (<https://www.bach.banque-france.fr/?lang=en>).

⁴ Die vergleichsweise hohen Eigenkapitalquoten der Slowakei, der Tschechischen Republik und von Polen im Jahr 2005 dürften eher Ausdruck eines noch unterentwickelten Marktes für Fremdkapital als eine bewusst gewählte hohe Eigenkapitalposition sein.

Grafik 1

Eigenkapitalquoten 2005 und 2018

Eigenkapital in % der Bilanzsumme

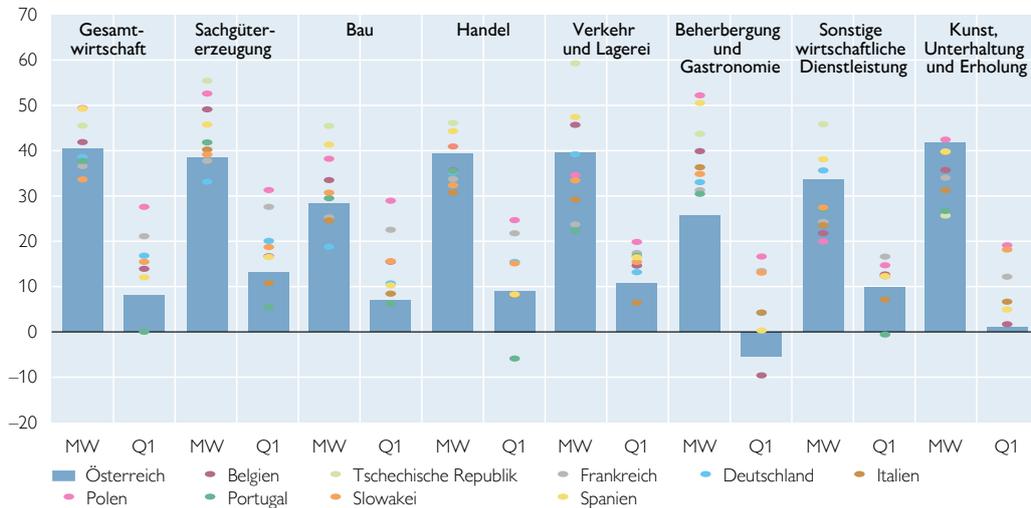


Quelle: BACH-Datenbank.

2018 im Bereich der anderen Länder lag, war das unterste Quartil der österreichischen Unternehmen deutlich schlechter kapitalisiert als in den Vergleichsländern. Dieses Quartil ist in Österreich also einem erhöhten Insolvenzrisiko durch Überschuldung ausgesetzt. Dennoch stellt die Überschuldung in Österreich mit einem Anteil von rund 10 % de facto nur einen unwesentlichen Insolvenzgrund dar. Der überwiegende Großteil der Insolvenzen von 90 % ist auf Liquiditätsprobleme zurückzuführen. Dies wird vor allem durch kleine Unternehmen getrieben, die 89 % aller in der BACH-Datenbasis erfassten Unternehmen ausmachen. Von allen Größenklassen verfügen mittlere Unternehmen (jährlicher Umsatz zwischen 10 Mio EUR und 50 Mio EUR) und große Unternehmen (jährlicher Umsatz über 50 Mio EUR) in allen Ländern über die beste Eigenkapitalausstattung, was vor allem für die Unternehmen im unteren Quartil gilt. In diesem Quartil befinden sich die österreichischen mittleren Unternehmen im Ländervergleich eher am unteren Rand, die großen eher im internationalen Durchschnitt.

Eigenkapitalquote von Unternehmen ausgewählter österreichischer Branchen im internationalen Vergleich (2018)

Eigenkapital in % der Bilanzsumme



Quelle: BACH-Datenbank.

Anmerkung: MW = Mittelwert, Q1 = unteres Quartil.

Neben aggregierten Bilanzdaten der BACH-Datenbank liegen uns auch Daten der Sabina-Datenbank⁵ auf Unternehmensebene vor, die einen detaillierteren Blick auf die Eigenkapitalausstattung der österreichischen Unternehmen erlauben (Tabelle 1). Dabei ist bemerkenswert, dass 17,4 % der Unternehmen im Jahr 2018 ein negatives Eigenkapital aufgewiesen haben. Besonders hoch ist dieser Anteil in der Beherbergung und Gastronomie (32,1 %) sowie in den Bereichen Kunst, Unterhaltung, Erholung und sonstige Dienstleistungen (28,4 %).

⁵ Die Sabina-Datenbank wird vom Bureau van Dijk erstellt und enthält Bilanzdaten zu mehr als 130.000 österreichischen Unternehmen auf Einzelunternehmensebene. Die durchschnittliche Eigenkapitalquote für die Gesamtwirtschaft (39,9 %) stimmt mit den Ergebnissen der BACH-Datenbank überein (40,4 %); bei den einzelnen Sektoren gibt es geringe Unterschiede.

Tabelle 1

Eigenkapitalquote nach Sektoren laut Sabina-Datenbank (2018)

	Eigenkapitalquote nach Quartilen				Anteil von Unternehmen mit Eigenkapitalquote von		Anteil der Unternehmen mit	Anzahl Unternehmen	Durchschn. Bilanzsumme (1.000 EUR)
	Mittelwert	1. Quartil	Median	3. Quartil	< -30%	< 0	Bargeld und Banken < 0		
Gesamt	39,9	8,7	37,7	71,1	9,9	17,4	2,5	129.239	5.506
Landwirtschaft (A)	55,5	6,1	29,5	63,3	7,6	16,2	0,1	956	2.549
Bergbau (B)	50,3	16,4	42,1	70,0	10,1	14,4	35,0	303	20.774
Herstellung von Waren (C)	45,9	15,1	39,2	66,5	8,8	14,0	0,1	10.981	14.402
Energieversorgung (D)	36,1	2,7	18,8	50,5	6,8	20,9	0,2	1.527	33.016
Wasserversorgung; Abwasser- und Abfallentsorgung (E)	32,1	16,7	40,5	67,6	6,1	11,6	28,0	621	7.585
Bau (F)	31,4	10,8	36,1	64,9	6,8	14,2	0,1	15.648	2.426
Handel, Kfz (G)	42,7	11,1	38,4	69,5	12,0	17,8	0,1	27.337	4.067
Verkehr und Lagerei (H)	32,7	6,3	29,2	58,4	10,6	19,6	0,2	4.672	10.631
Beherbergung und Gastronomie (I)	26,3	-14,9	19,2	51,5	20,4	32,1	0,2	8.782	1.984
Information und Kommunikation (J)	44,6	14,2	49,3	77,3	12,9	17,6	0,1	7.877	2.815
Grundstücks- und Wohnungswesen (L)	38,8	2,3	24,6	73,7	5,8	19,4	13,7	21.261	7.674
Freiberufliche, wissenschaftliche und technische Dienstleistungen (M; ohne 70.10-0)	49,5	25,9	58,3	83,9	6,9	10,4	0,1	18.427	1.537
Sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen (N)	27,5	10,7	36,3	67,0	10,3	16,3	0,2	5.505	5.059
Erziehung u. Unterricht (P), Gesundheits- u. Sozialwesen (Q)	30,9	9,4	37,4	70,6	12,1	18,2	0,1	2.287	1.805
Kunst, Unterhaltung und Erholung (R), sonstige Dienstleistungen (S)	28,8	-8,2	29,1	65,3	19,4	28,4	0,2	3.055	2.410

Quelle: Sabina-Datenbasis, eigene Berechnungen der OeNB.

Anmerkung: NACE-Code 70.10-0 bezeichnet die Verwaltung und Führung von Unternehmen und Betrieben.

1.2 Ergebnisse des Insolvenzmodells zeigen einen substantiellen Effekt der COVID-19-Hilfsmaßnahmen auf die Eigenkapitalausstattung

In diesem Abschnitt werden die Simulationsergebnisse des Insolvenzmodells der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) vorgestellt.⁶ Hierfür wurden die Ergebnisse zu zwei unterschiedlichen COVID-19-Szenarien – eines ohne und eines mit Hilfsmaßnahmen⁷ – den Ergebnissen zu einem Szenario ohne COVID-19 gegenübergestellt, um den Effekt der Pandemie zu isolieren.

Die Ergebnisse zeigen eine deutliche Auswirkung der Pandemie auf die Eigenkapitalausstattung der österreichischen Unternehmen (Grafik 3): Ohne Hilfsmaßnahmen wäre die Eigenkapitalausstattung gegenüber eines Szenarios ohne COVID-19 im Jahr 2020 um 25 Mrd EUR gesunken. Mit Hilfsmaßnahmen verringerte sich der Rückgang zumindest auf 17 Mrd EUR. Im Vergleich zum Szenario ohne Hilfsmaßnahmen konnte die Eigenkapitalausstattung im Jahr 2020 durch die

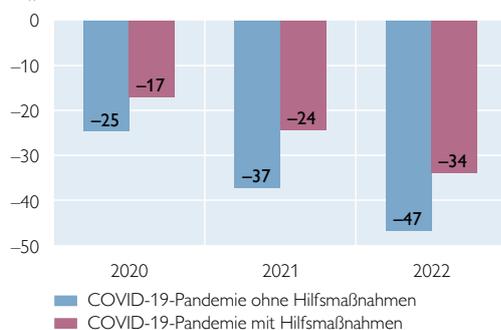
⁶ Puhr, C. und M. Schneider. 2021. Have mitigating measures helped prevent insolvencies in Austria amid the COVID-19 pandemic? *Monetary Policy and the Economy Q4/20–Q1/21*. OeNB. 77–110.

⁷ Folgende Hilfsmaßnahmen wurden berücksichtigt: Kurzarbeit, Fixkostenzuschuss I, Fixkostenzuschuss II, Eigenkapitalinjektionen NACE I, Mehrwertsteuersenkung NACE I und R, Umsatzersatz November 2020, Umsatzersatz Dezember 2020, Verlustersatz, Schuldenmoratorium, Kreditgarantien, Stundungen der SV-Beiträge und der Steuern, Nichtbeantragung von Insolvenzen durch Gesundheitskassen und Finanzämter, Aussetzung der Insolvenzantragspflicht bei Überschuldung.

Grafik 3

Effekte der COVID-19-Pandemie auf die Eigenkapitalausstattung der österreichischen Unternehmen

Differenz zu einem Szenario ohne COVID-19 in Mrd EUR



Quelle: Eigene Berechnungen mit dem OeNB-Insolvenzmodell.

Hilfsmaßnahmen also um 8 Mrd EUR verbessert werden. Bis 2022 werden sich die Eigenkapitalverluste auf 47 Mrd EUR (ohne Hilfsmaßnahmen) bzw. 34 Mrd EUR (mit Hilfsmaßnahmen) summieren.

Diese Ergebnisse dürfen jedoch nicht als Prognose der Eigenkapitalausstattung interpretiert werden, da die Simulationen mit dem Insolvenzmodell auf einer Vielzahl von einschränkenden Annahmen basieren und die Simulationsergebnisse nur die Verluste infolge der prognostizierten Umsatzrückgänge beinhalten. Zudem wurden Kapitalzuführungen aus dem Haushaltssektor oder aus dem Ausland – die im Jahr

2020 in beträchtlichem Ausmaß erfolgten – nicht berücksichtigt, wodurch der Rückgang überzeichnet wird. Die geschätzten pandemiebedingten Rückgänge der Eigenkapitalausstattung können auch deshalb als Obergrenze gesehen werden, da in unserem Insolvenzmodell Unternehmensinvestitionen nicht erfasst werden.⁸ Im Jahr 2020 reagierten die Unternehmen auf die Umsatzrückgänge und reduzierten ihre Bruttoanlageinvestitionen um 3,9 %, womit sie einen Teil der Umsatzrückgänge abfedern konnten, und somit die Effekte auf die Eigenkapitalausstattung in der Realität kleiner ausfielen als im Modell.

Die Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung (GFR) – die für das Jahr 2020 einen Rückgang um 5,5 Mrd EUR aufweist – stellt zwar einen gewissen Richtwert bezüglich der Eigenkapitalausstattung österreichischer Unternehmen dar, kann aber aufgrund konzeptioneller Unterschiede nicht für eine Gegenprobe der Simulationsergebnisse herangezogen werden; die Insolvenzmodellergebnisse basieren nämlich auf simulierten monatlichen Bilanzen, wohingegen das Eigenkapital in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) auf Basis von Stichtagsbewertungen berechnet wird. Weiters bestehen Unterschiede in der Grundgesamtheit der erfassten Unternehmen. Darüber hinaus bildet das Insolvenzmodell simulierte Eigenkapitalverluste gegenüber eines hypothetischen Szenarios ohne COVID-19 ab, während die GFR jährliche Veränderungen der Eigenkapitalausstattung widergespiegelt.

⁸ Das Insolvenzmodell der OeNB wurde entwickelt, um den Effekt der COVID-19-Pandemie auf die Insolvenzgefährdung der österreichischen Unternehmen zu schätzen. Das Modell wird mit Bilanzdaten sowie Daten zur Gewinn- und Verlustrechnung der Unternehmen gespeist. Um das Modell möglichst einfach zu halten, wurde eine statische Bilanzstruktur unterstellt, d. h. die Investitionstätigkeiten der Unternehmen werden nicht abgebildet. Diese vereinfachende Annahme hat keinen großen Effekt auf die Insolvenzwahrscheinlichkeit, da insolvenzgefährdete Unternehmen wahrscheinlich keine nennenswerten Investitionen tätigen würden. Allerdings werden durch das Ausklammern der Investitionstätigkeiten die Gewinne und somit auch die Eigenkapitalquote profitabler Unternehmen übermäßig in die Höhe getrieben. Dem ist jedoch hinzuzufügen, dass Investitionen nur geringe Auswirkungen auf die Eigenkapitalausstattung haben, da Investitionen zwar die Cashflow-Entwicklung beeinflussen, den Gewinn und das Eigenkapital jedoch nur im Ausmaß der Abschreibungen verringern.

2 Unternehmensbeteiligungen in Österreich

Zur Bestimmung möglicher Ansatzpunkte für eine Stärkung der Eigenkapitalbasis des österreichischen Unternehmenssektors ist die Frage relevant, welche volkswirtschaftlichen Sektoren wie viel unternehmerisches Eigenkapital derzeit halten. Zur Beantwortung dieser Frage wird in diesem Abschnitt die Eigenkapitalaufbringung der österreichischen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zum Jahresende 2020 nach finanzierenden Sektoren aufgegliedert. Die Darstellung basiert auf Daten der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung (GFR) der OeNB. Diese erfasst die Bestände und Transaktionen zwischen volkswirtschaftlichen Sektoren in unkonsolidierter Form, d. h. unter Einbeziehung von Finanzbeziehungen zwischen unterschiedlichen Einheiten innerhalb des gleichen Sektors. Für die Zwecke dieses Artikels wurden die Eigenkapitalbeteiligungen österreichischer Unternehmen an anderen österreichischen Unternehmen herausgerechnet, da davon ausgegangen werden kann, dass ein großer Teil davon auf konzerninterne Finanzierungen entfällt. Der Unternehmensbegriff der GFR entspricht jenem der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) und umfasst nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Zu diesen zählen Aktiengesellschaften, Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHs) und Genossenschaften sowie Personengesellschaften wie Kommanditgesellschaften (KGs), Erwerbsgesellschaften oder Einzelunternehmen mit mehr als 50 Mitarbeitenden oder einem Umsatz von mehr als 10 Mio EUR (OeNB, 2018). Die Daten der GFR haben den Vorteil, dass sie zeitnah vorliegen, jedoch stehen sie nur für den Unternehmenssektor insgesamt zur Verfügung, d. h. ohne Aufteilung nach Unternehmenscharakteristika wie Größe, Branchenzugehörigkeit oder Ähnliches.

Laut GFR wiesen die inländischen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften Ende 2020 ein konsolidiertes Eigenkapital von 353 Mrd EUR⁹ auf (Tabelle 2). Während rund 30 % auf Aktien entfielen (börsennotierte Aktien 20 %; nicht börsennotierte Aktien 10 %), stammte der weitaus überwiegende Teil aus sogenannten sonstigen Anteilsrechten (70 %). Darunter sind alle Anteilsrechte an Unternehmen zusammengefasst, die nicht die Rechtsform Aktiengesellschaft aufweisen.¹⁰

⁹ Diese Summe weicht von jener auf der OeNB-Website ab (428 Mrd EUR), da in Tabelle 2 das Eigenkapital konsolidiert dargestellt wird, und Eigenkapitalbeteiligungen österreichischer Unternehmen an anderen österreichischen Unternehmen nicht berücksichtigt werden.

¹⁰ In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass die Aktien gemäß den internationalen Konventionen der VGR zu aktuellen Marktwerten bewertet werden, die sonstigen Anteilsrechte hingegen zu Buchwerten.

Tabelle 2

Wer hält das von österreichischen Unternehmen begebene Eigen- und Fremdkapital?

	MFIs	Institutio- nelle Investoren	Sonstige finanzielle Kapitalgesell- schaften inkl. Holdings u. SPEs	Privat- stiftungen	Staat	Private Haushalte u. POOE	Ausland	Alle Sektoren
<i>Bestände in Mio EUR (Ende 2020)</i>								
Börsennotierte Aktien	466	3.271	735	4.105	20.160	9.691	32.809	71.237
Nichtbörsennotierte Aktien	1.016	453	1.850	1.166	14.937	1.476	14.209	35.108
Sonstige Anteilsrechte	4.475	2.145	10.648	35.409	14.262	72.864	106.893	246.695
Eigenkapital Summe	5.957	5.869	13.232	40.680	49.359	84.031	153.911	353.039
Fremdkapital Summe	179.597	6.249	5.887	294	25.281	15.383	112.410	345.100
Eigen- und Fremdkapital	185.553	12.118	19.119	40.974	74.640	99.414	266.321	698.139
<i>Anteile der Sektoren an der Eigenkapitalfinanzierung der Unternehmen in %</i>								
Börsennotierte Aktien	0,7	4,6	1,0	5,8	28,3	13,6	46,1	100,0
Nichtbörsennotierte Aktien	2,9	1,3	5,3	3,3	42,5	4,2	40,5	100,0
Sonstige Anteilsrechte	1,8	0,9	4,3	14,4	5,8	29,5	43,3	100,0
Eigenkapital Summe	1,7	1,7	3,7	11,5	14,0	23,8	43,6	100,0
Gesamtes Finanzvermögen der Sektoren (Mio EUR)	1.178.334	347.777	134.193	55.465	301.092	779.071	847.298	3.643.228
davon: Eigenkapital des Unternehmenssektors (in %)	0,5	1,7	9,9	73,3	16,4	10,8	18,2	9,7

Quelle: OeNB (Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung).

Anmerkung: konsolidierte Werte: Eigenkapital der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften abzüglich des Eigenkapitals, das vom Sektor nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (auf dessen Aktivseite) gehalten werden. MFIs = Monetäre Finanzinstitute (OeNB, Kreditinstitute, Geldmarktfonds); SPEs = Special Purpose Entities/Zweckgesellschaften; POOE = private Organisationen ohne Erwerbszweck.

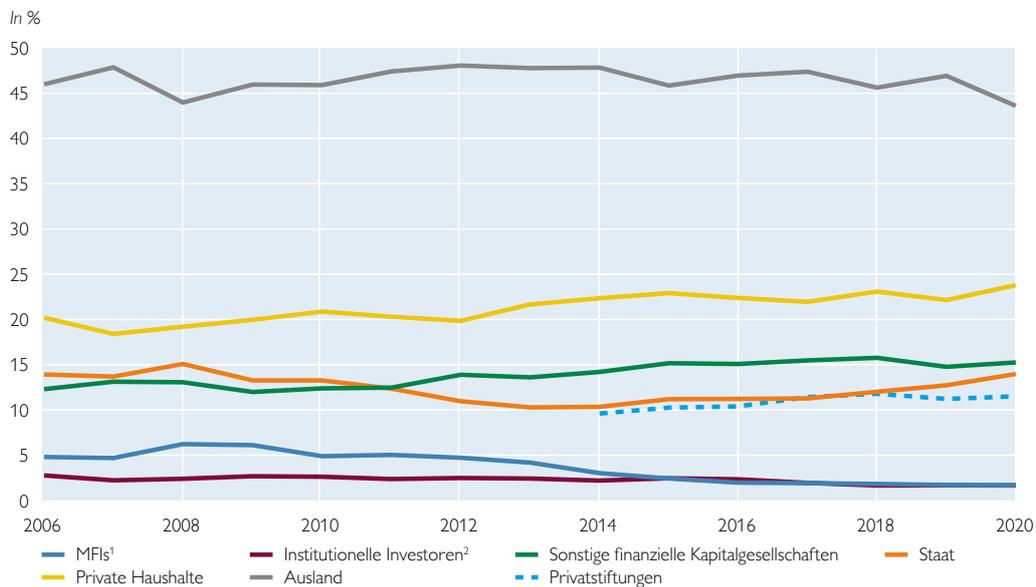
2.1 Eigenkapitalaufbringung in Österreich Ende 2020

Die Eigenkapitalaufbringung des österreichischen Unternehmenssektors erfolgt zu einem wesentlichen Teil aus dem Ausland. Ende 2020 betrug der Anteil ausländischer Investoren am (konsolidierten) Eigenkapital 44 %. Bei allen drei hier erfassten Eigenkapitalinstrumenten lag der Auslandsanteil über 40 %. Gemäß Wertpapierstatistik entfielen bei den ausländischen Veranlagungen in börsennotierte Aktien drei Viertel auf Portfolioinvestitionen. 14 % des Eigenkapitals des Unternehmenssektors hielt der Staat. Je nach Finanzierungsinstrument war der Staatsanteil sehr unterschiedlich: Während sich der Anteil des Staates bei den nicht börsennotierten Aktien auf etwa 43 % belief, lag er bei den sonstigen Anteilsrechten hingegen bei unter 6 %. Die privaten Haushalte¹¹ hielten Ende 2020 rund 24 % des Eigenkapitals des Unternehmenssektors, vornehmlich in Form sonstiger Anteilsrechte. Demgegenüber war der Anteil der privaten Haushalte an den börsennotierten Aktien mit knapp 14 % vergleichsweise gering. Knapp 12 % des Eigenkapitals stand im Besitz von Privatstiftungen, in erster Linie in Form sonstiger Anteilsrechte. Addiert man die beiden letztgenannten Sektoren, so hielten die inländischen Privaten etwas über 35 % des konsolidierten Eigenkapitals der nichtfinanziellen Unternehmen – wiederum mit erheblichen Unterschieden je nach Finanzierungsinstrument: Während der Anteil bei den sonstigen Anteilsrechten rund 44 % ausmachte, so war er bei den börsennotierten Aktien mit etwas mehr als 19 % weniger als halb

¹¹ Inkl. privater Haushalte ohne Erwerbszweck.

Grafik 4

Anteile am Eigenkapital nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften



Quelle: OeNB (Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung).

¹ Monetäre Finanzinstitute.

² Versicherungen, Investmentfonds, Pensionskassen.

so hoch. Abgesehen von den Privatstiftungen, die in der Statistik dem Finanzsektor zugerechnet werden, ist der Anteil des Finanzsektors am Eigenkapitalaufkommen gering gewesen. Das galt sowohl für die Banken (MFIs), auf die 1,7 % des Eigenkapitals der nichtfinanziellen Unternehmen – aber 52 % des konsolidierten Fremdkapitals – entfielen, als auch für die sogenannten institutionellen Investoren (Investmentfonds, Versicherungen und Pensionskassen), die ebenfalls 1,7 % hielten. Auch bei den börsennotierten Aktien betrug der Anteil der institutionellen Investoren lediglich 4,6 %. Sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften, zu denen hier auch Holdinggesellschaften und Special Purpose Entities gezählt werden, beteiligten sich mit 3,7 % an der Eigenkapitalaufbringung. Ihr Veranlagungsschwerpunkt waren nichtbörsennotierte Werte (Aktien und sonstige Anteilspapiere).

Wie Grafik 4 zeigt, hat sich an der Struktur der (konsolidierten) Eigenkapitalaufbringung der nichtfinanziellen Unternehmen seit 2006 (seit diesem Jahr liegen entsprechende Werte vor) relativ wenig geändert. Der Anteil ausländischer Investoren am Eigenkapitalaufkommen lag stets um 45 % und verminderte sich im gesamten Beobachtungszeitraum um 2 Prozentpunkte. Stärker rückläufig war der Anteil der MFIs am Eigenkapital der Unternehmen, der im gleichen Zeitraum von 4,8 % auf 1,7 % zurückging. Steigende Anteile verzeichneten demgegenüber die privaten Haushalte, deren Anteil seit 2006 um 3,6 Prozentpunkte gestiegen war, sowie die sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften (inkl. Privatstiftungen) mit einem Plus von 3 Prozentpunkten. Für die Zeit zwischen 2014 und 2020 liegen gesonderte Daten zu den Privatstiftungen vor. Diese zeigen, dass deren Anteil am Eigenkapital nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften relativ stabil geblieben ist.

Für die Beurteilung möglicher Maßnahmen zur Stärkung des Eigenkapitals der österreichischen Unternehmen ist es auch relevant zu wissen, welche Bedeutung

das Eigenkapital der österreichischen nichtfinanziellen Unternehmen in den finanziellen Veranlagungen der einzelnen volkswirtschaftlichen Sektoren derzeit hat. Bei den meisten Sektoren spielt es eine relativ geringe Rolle, wie Tabelle 2 zeigt. Ausnahmen bildeten lediglich die Privatstiftungen, die nahezu drei Viertel ihres Finanzvermögens in Form von Eigenkapitalbeteiligungen an österreichischen nichtfinanziellen Unternehmen hielten, und in gewisser Weise auch die privaten Haushalte, bei denen der Anteil knapp 11 % ausmachte. Die institutionellen Investoren hielten Ende 2020 nur 1,7 % ihrer Finanzaktiva in Form von Eigenkapital des Unternehmenssektors, die Banken nur 0,5 %. Bei den ausländischen Finanzanlagen in Österreich entfielen gut 18 % auf das Eigenkapital inländischer Unternehmen.

2.2 Zur Rolle institutioneller Investoren

Die ökonomische Funktion institutioneller Investoren ist es, Sparkapital über Versicherungsverträge und private Pensionsanlagen zu sammeln, um es auf dem Kapitalmarkt gebündelt zu investieren. Aus Tabelle 2 ist ersichtlich, dass ihre Rolle in der Eigenkapitalaufbringung des Unternehmenssektors in Österreich wenig ausgeprägt ist. Das gilt insbesondere für die Aktienveranlagungen dieser Kapital-sammelstellen. Zum einen ist das Volumen von Aktieninvestments generell relativ gering: Gemäß GFR haben österreichische institutionelle Investoren (Investmentfonds, Versicherungen, Pensionskassen) Ende 2020 lediglich 10,2 % ihrer Aktiva in Form von börsennotierten Aktien gehalten (Tabelle 3¹²). Zum anderen gehen die Aktienveranlagungen institutioneller Investoren in relativ geringem Ausmaß in österreichische Aktien über. Der weitaus überwiegende Teil des Aktienbestands (87,7 %) entfiel auf ausländische Aktien und lediglich 8,7 % auf Emissionen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen (das waren 0,9 % der gesamten Aktiva der institutionellen Investoren). Zu beachten ist, dass Pensionskassen ihre Veranlagungen praktisch nahezu zur Gänze in Form von Investmentfonds organisieren (Ende 2020 entfielen auf diese 91 % ihrer gesamten Aktiva) und daher gemäß GFR de facto keine Aktien direkt halten. Berücksichtigt man jene Papiere, die indirekt über inländische Investmentfonds gehalten werden, hat der „durchgerechnete“ Aktienanteil Ende letzten Jahres rund 14 % (3,9 Mrd EUR) betragen. Auch hier waren es nahezu zur Gänze ausländische Aktien; auf Aktien inländischer Emittenten entfielen lediglich 0,6 % des gesamten Vermögensbestands der inländischen Pensionskassen.¹³ Die von den Versicherungen gehaltenen Investmentfonds enthielten börsennotierte Aktien im Wert von 3,6 Mrd EUR, davon 1,6 Mrd EUR vom inländischen Unternehmenssektor begeben.¹⁴

Dass institutionellen Investoren für die Eigenkapitalaufbringung des österreichischen Unternehmenssektors nur eine kleine Rolle haben, liegt nicht zuletzt auch an der Struktur des österreichischen Pensionsversicherungssystems. In Ländern mit Kapitaldeckungsverfahren sind die Mittel, die zur Veranlagung auf den Kapitalmärkten zur Verfügung stehen, weitaus größer als in Staaten mit Umlageverfahren. Auch die geringe Marktkapitalisierung und die geringe Liquidität

¹² Die Tabelle enthält Daten, die in der standardmäßigen Veröffentlichung der GFR auf der OeNB-Website nicht enthalten sind.

¹³ Für ausländische Investmentfonds ist eine derartige Aufgliederung nicht möglich.

¹⁴ Die Einzahlungen privater Haushalte in Investmentfonds zählen weder zu den Versicherungsverträgen noch zu den organisierten Pensionsanlagen.

Tabelle 3

Börsennotierte Aktien im Bestand institutioneller Investoren

	Gehalten von			
	Investmentfonds	Versicherungen	Pensionskassen ¹	Summe
<i>Mio EUR (Ende 2020)</i>				
Insgesamt	34.325	1.156	0	35.481
Inländischen Emittenten	3.336	1.012	0	4.348
Nichtfinanzielle Unternehmen	2.554	717	0	3.271
Sonstige inländische Sektoren	782	295	0	1.077
Ausländischen Emittenten	30.989	144	0	31.133
<i>In % der gesamten Aktiva der institutionellen Investoren</i>				
Insgesamt	17,5	0,9	0,0	10,2
davon: nichtfinanzielle Unternehmen	1,3	0,6	0,0	0,9
Aktiva insgesamt	196.089	124.236	27.451	347.776

Quelle: OeNB (Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung).

¹ Pensionskassen halten ihre nahezu gesamten Veranlagungen in Form von Investmentfonds. Ihre Aktienveranlagungen sind daher dort enthalten.

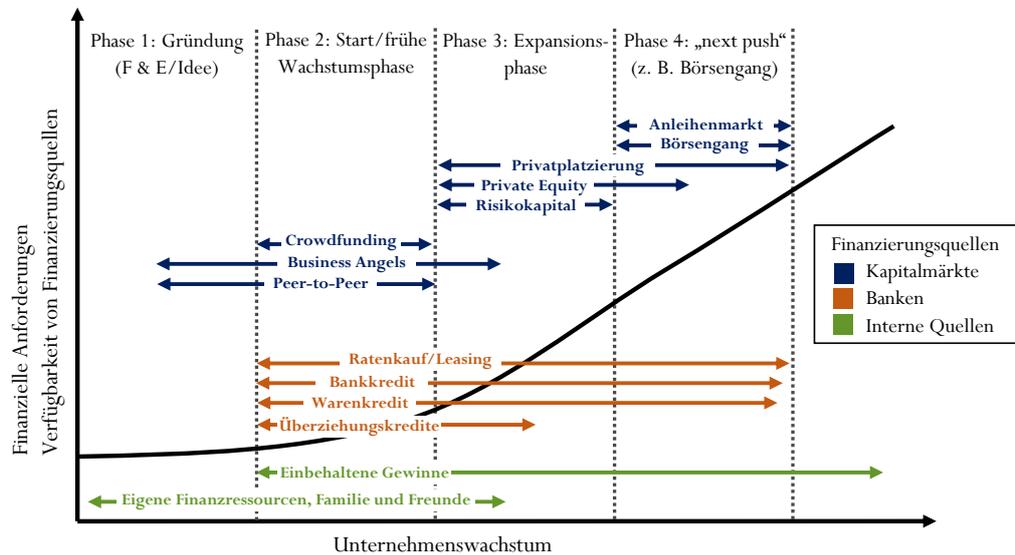
auf dem österreichischen Aktienmarkt dürften die Vermögensallokation institutioneller Investoren beeinflussen. Der österreichische Aktienmarkt ist vergleichsweise klein und durch eine sehr geringe Kapitalisierung der einzelnen Werte sowie durch einen niedrigen Streubesitz gekennzeichnet. Das Gewicht des österreichischen Aktienmarktes beträgt im MSCI World Index weniger als 0,1 %. Unter diesem Aspekt kann der niedrige Anteil österreichischer Aktien auch von der kaufmännischen Vorsicht herrühren, dem Versicherungen und Pensionskassen bei der Veranlagung der ihnen anvertrauten Mittel folgen. Aus diesen vergleichsweise niedrigen Volumina ergibt sich jedoch die geringe Liquidität des österreichischen Aktienmarkts, die vor allem größere institutionelle Investoren dabei behindern kann, die für ihr Portfolio benötigten Volumina in einem absehbaren Zeitraum zu erwerben.

3 Finanzierung und Wachstum junger Unternehmen anhand der Finanzierungsleiter sowie Hemmnisse in Bezug auf Eigenkapitalangebot und -nachfrage

3.1 Formen der Eigenkapitalaufbringung im internationalen Vergleich

Junge Unternehmen sind insbesondere bei den ersten Expansionsschritten oft mit großen Hindernissen in der Finanzierung konfrontiert, und die Risikokapitalfinanzierung ist in Europa im Vergleich zu anderen Märkten unterentwickelt (z. B. USA, Israel). In der Regel durchlaufen Start-ups im Laufe ihres Wachstums eine Reihe von Finanzierungsrunden, wobei die Interessen der Gründer und Eigentümer immer wieder neu ausgerichtet werden. Dieser Prozess kann anhand der sogenannten Finanzierungsleiter dargestellt werden (Abbildung 2). Das Modell zeigt, dass zu Beginn der Unternehmenstätigkeit vor allem auf eigene finanzielle Ressourcen oder auf jene von Familie und Freunden zurückgegriffen wird. Während

Finanzierungsleiter – stilisierte Darstellung



Quelle: Europäische Kommission (2020).

Anmerkung: F & E = Forschung und Entwicklung.

der darauffolgenden ersten Wachstumsphase erfolgen dann externe Finanzierungen durch Bankkredite, Business Angels¹⁵ oder auch Crowdfunding.

Im internationalen Vergleich nutzen österreichische Unternehmen das Angebot an Instrumenten zur Eigenkapitalfinanzierung, die ihnen im Rahmen der verschiedenen Stufen des unternehmerischen Lebenszyklus zur Verfügung stünden, nur in geringem Ausmaß; sie tendieren eher zur Kreditfinanzierung bei der Hausbank. Beispielsweise kommen Risikokapitalfinanzierungen, die auf Unternehmensgründungen und auf die Expansion junger Unternehmen zugeschnitten sind, und Finanzierungen mittels Emissionen von Aktien an der Börse, die für reifere Unternehmen relevant sind, kaum zur Anwendung (Grafik 5).

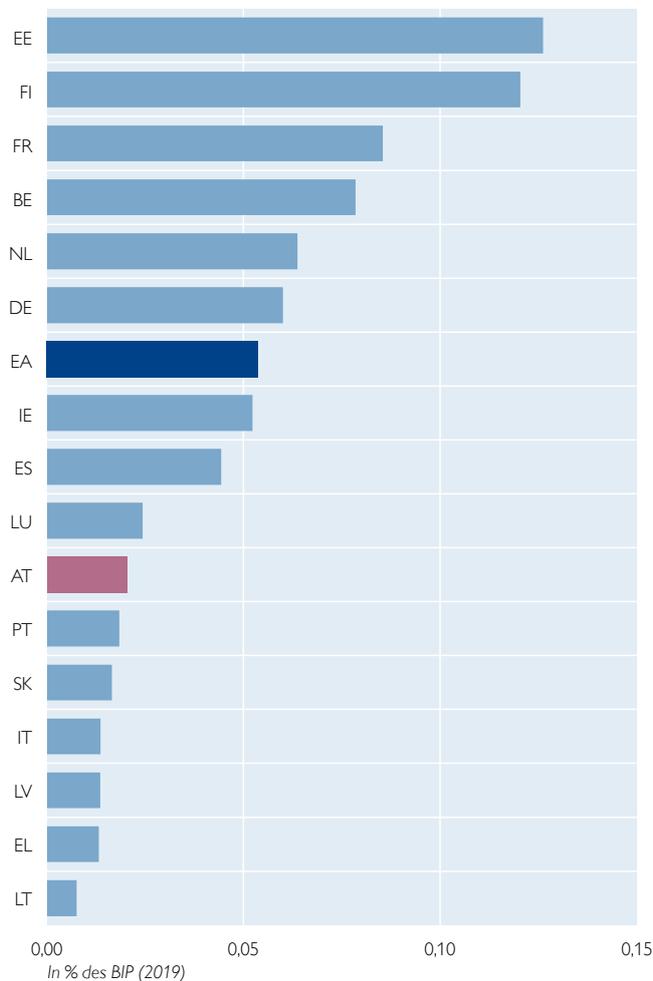
Die gesamten Venture-Capital-Investitionen in Österreich entsprachen gemäß Daten der OECD (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung) im Jahr 2019 0,02 % des BIP, was nur etwas mehr als ein Drittel des Wertes für den Euroraum (und weniger als ein Viertel des Wertes für Deutschland) ausmachte. Angesichts des relativ geringen Anteils von Eigenkapital am Geldvermögen der nichtfinanziellen und – in noch viel größerem Ausmaß – der finanziellen Sektoren dürfte der Mangel an heimischem Risikokapital nicht an fehlenden Mitteln liegen. Ebenso wenig dürften zu wenige Fördermaßnahmen der Grund dafür sein, da die Vielzahl an bereits existierenden Fördermaßnahmen im vergangenen Jahrzehnt noch weiter ausgebaut wurde.

Ähnlich war die relative Position Österreichs bezüglich börsennotierter Aktien. Gemäß Daten des Statistical Data Warehouse der EZB entsprach der Marktwert der von österreichischen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften an in- und ausländischen

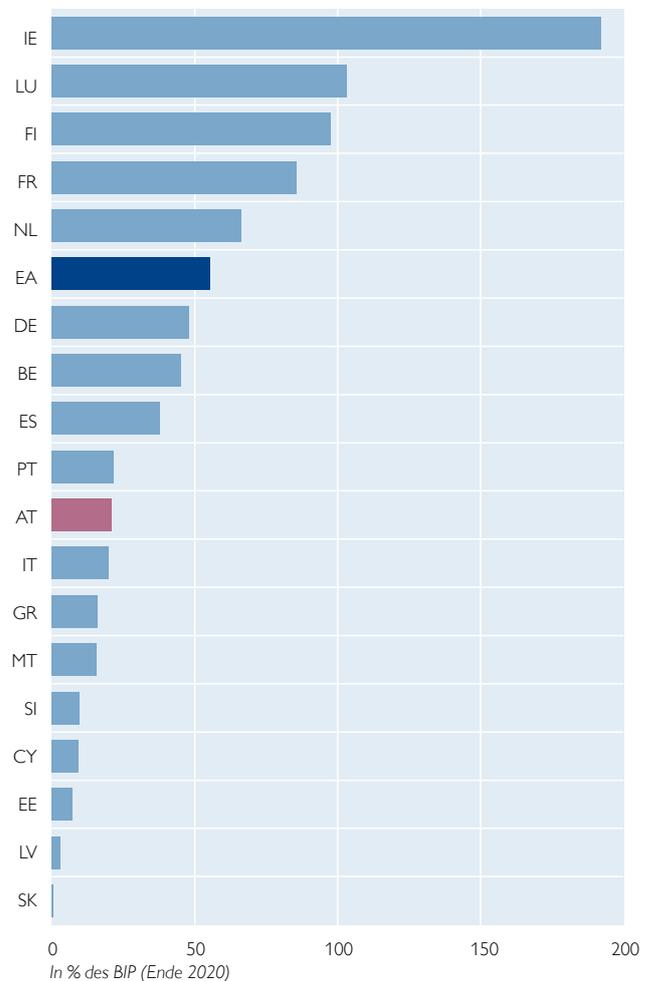
¹⁵ Ein Business Angel ist eine Privatperson, die finanziell an einem Unternehmen beteiligt ist und ihm aufgrund Erfahrung, Wissen und Netzwerken in der Wachstumsphase unterstützend zur Seite steht.

Instrumente der Eigenkapitalfinanzierung

Venture-Capital-Investitionen



Börsennotierte Aktien nichtfinanzieller Unternehmen



Quelle: OECD, EZB.

dischen Börsen begebenen Aktien Ende 2020 21,1 % des BIP, was weniger als die Hälfte des Vergleichswerts für den gesamten Euroraum wie auch des Werts für Deutschland ausmacht.

3.2 Mögliche Hemmnisse für das Angebot von und die Nachfrage nach Eigenkapital in Österreich

3.2.1 Hintergrund

Auf europäischer Ebene wird die Frage der Kapitalaufbringung für Unternehmen, insbesondere für kleinere und mittlere Unternehmen (KMU), u. a. im Rahmen der Bemühungen um die Vertiefung der Kapitalmarktunion behandelt.¹⁶ Dabei

¹⁶ Für weitere Nachweise und Details zu 16 konkreten Maßnahmen mit den drei Hauptzielen Finanzierungszugang, Spar- und Anlagemöglichkeiten sowie Integration der nationalen Kapitalmärkte vgl. „Eine Kapitalmarktunion für die Menschen und Unternehmen – neuer Aktionsplan“ (COM(2020) 590 final; <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:52020DC0590>).

wird neben der Komplexität des Unterfangens auch der Umstand anerkannt, dass nicht einzelne Maßnahmen, sondern die Erfüllung einer Vielzahl an bestimmten Voraussetzungen zu Fortschritten führen kann.

Generell sind bei der Bereitstellung von Eigenkapital aus Kapitalgebersicht¹⁷ neben der angestrebten Rendite auch Faktoren wie steuerliche Behandlung, zeitlicher Investmenthorizont und möglicher Exit sowie die Berücksichtigung weiterführender Ziele, wie beispielsweise ESG-Kriterien¹⁸, wichtig. Bezüglich der angestrebten Rendite ist zwischen der laufenden Rendite und der Realisierung des Wertzuwachses beim Verkauf des Unternehmensanteils zu unterscheiden.

Hinsichtlich der Nachfrage nach Eigenkapital sind insbesondere folgende Aspekte von Relevanz: die Bewertung des Anteils bei der Begebung (bilanzielle versus wirtschaftliche Sichtweise auf das Eigenkapital), Zweck der Eigenkapitalfinanzierung (ergänzendes Instrument, Ersatz für Liquiditätsüberbrückung etc.), Rückkaufrechte, Governance, Informationspflichten sowie mögliche Mitveräußerungsrechte und -pflichten alter und neuer Anteilseigner.

Zur Bestandsaufnahme der Hemmnisse für die Eigenkapitalstärkung österreichischer Unternehmen und der Diskussion über Lösungsmöglichkeiten wurde seitens der OeNB eine strukturierte Befragung folgender relevanter Interessensverbände und Unternehmen durchgeführt: Wirtschaftskammer Österreich (WKO), Wiener Börse, Austria Wirtschaftsservice Gesellschaft mbH (aws), Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation (AVCO) und AustrianStartups. Weiters fanden Gespräche mit internationalen institutionellen Investoren (BlackRock, Allianz Capital Partners und International Finance Corporation) sowie mit österreichischen Großbanken statt. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die genannten Institutionen weitgehend die gleiche Auffassung bezüglich vorliegender aktueller Hemmnisse für Eigenkapitalstärkung teilen, wobei insbesondere folgende Aspekte betont worden sind: 1) Schwierigkeiten junger Unternehmen in Wachstumsphasen ausreichende Finanzierungsmöglichkeiten zu finden, 2) steuerliche Diskriminierung von Eigenkapital gegenüber Fremdkapital, und 3) fehlendes Finanzwissen.

Im Folgenden werden die Hemmnisse für die Nachfrage nach und das Angebot von Eigenkapital detaillierter beschrieben.

3.2.2 Hemmnisse für die Nachfrage nach Eigenkapital

Die Art und das Gewicht möglicher Hemmnisse für die Nachfrage nach Eigenkapital hängen von zahlreichen Faktoren ab. Unter anderem spielen dabei die Unternehmensgröße, die Eigentümerstruktur, der Entwicklungsstand der internen Organisation sowie Unternehmenssysteme und der Wirtschaftssektor, in dem das Unternehmen tätig ist, eine wesentliche Rolle. Weiters relevant sind die (Nicht-)Verfügbarkeit befehlbarer Vermögenswerte (bspw. Immobilien vs. geistiges Eigentum), wie erfolgreich das Unternehmen bislang ist und für welche Zwecke Kapital aufgenommen werden möchte (Gründung, Wachstum, Sanierung etc.), Eigen-

¹⁷ Für einen Einblick in die vielschichtigen Beweggründe dafür, dass institutionelle Investoren in Eigenkapitalinstrumente investieren, vgl. z. B. „Study on the drivers of investments in equity by insurers and pension funds“ (2019) von Deloitte Belgien und CEPS für die EU-Kommission (https://ec.europa.eu/info/files/191216-insurers-pension-funds-investments-in-equity_en).

¹⁸ ESG steht für „environmental, social and (corporate) governance“ und beschreibt drei nachhaltigkeitsbezogene Verantwortungsbereiche von Unternehmen.

tümerpräferenzen, die Geschäftsausrichtung (Subsistenz vs. Wachstum) und die Rechtsform des Unternehmens.

Sehr häufig werden folgende Faktoren als Hemmnisse für die externe Eigenkapitalaufbringung genannt:

- die Ablehnung der Unternehmenseigentümer gegenüber des maßgeblichen externen Einflusses;
- Informationsdefizite seitens der Unternehmen bezüglich der Möglichkeiten externes Eigenkapital zu beschaffen und auszugestalten;
- Datenlücken aufgrund einer mangelhaften Ausgestaltung des Rechnungswesens und einer unzulänglichen internen Berichterstattung bei KMU, wodurch relevante Unternehmensinformationen für externe Investoren nicht zeitgerecht verfügbar sind;
- die steuerliche Ungleichbehandlung von Eigen- und Fremdkapital;
- die Verfügbarkeit von Alternativen wie Lieferantenkrediten, nachrangigen Bankdarlehen und günstigen Bankkrediten.

3.2.3 Hemmnisse für das Angebot von Eigenkapital

Ohne attraktiver Investorenangebote haben es Unternehmenseigentümer schwieriger, ihr Eigenkapital durch die Unterstützung externer Investoren zu stärken. Die Ursache für mangelnde attraktive Investorenangebote kann beispielsweise auf Informationsdefizite seitens der Investoren (speziell relevant im KMU-Bereich), das Losgrößenproblem (Investitionsvolumen zu klein für Investoren) und die geringere Liquidität einer Beteiligung an nicht börsennotierten Unternehmen zurückgeführt werden. Ebenso können – abhängig vom jeweiligen Wirtschaftssektor – eine gering ausgeprägte Investorenkompetenz in bestimmten Sektoren und das Fehlen einer Peergroup für das kapitalsuchende Unternehmen zu divergierenden Preisvorstellungen und Risikoneigungen führen. Weiters unterliegen institutionelle Investoren wie Nichtbanken und Banken notwendigen rechtlichen Rahmenbedingungen und in manchen Fällen auch aufsichtlichen Beschränkungen, um die Finanzmarktstabilität und einen ausreichenden Konsumentenschutz sicherzustellen.

3.2.4 Anlagevorschriften von Nichtbanken-Finanzintermediären im Bereich Risikokapital/Eigenkapital

Die rechtlichen Rahmenbedingungen ermöglichen Nichtbanken-Finanzintermediären¹⁹ derzeit eine Vielzahl an Anlageformen in Risiko- oder Eigenkapitalinstrumente, jedoch müssen sie mit den internen Anlagerichtlinien und gegebenenfalls mit rechtlichen Anlagehöchstgrenzen in Einklang stehen. Aufgrund des Niedrigzinsumfelds nahmen Eigenkapitalinstrumente als Anlageform in den vergangenen Jahren an Bedeutung zu, wenngleich sie in absoluten Zahlen gesehen nach wie vor einen geringen Anteil des veranlagten Vermögens von Nichtbanken-Finanzintermediären ausmachen. Die Portfoliozusammensetzung mit Eigenkapitalinstrumenten zu erweitern, kann im Zuge einer Vermögensallokation von Nichtbanken-Finanzintermediären sinnvoll sein, wobei jedoch die rechtliche Stellung der Beteiligung und deren Liquidität zu beachten sind. Da Versicherungen,

¹⁹ Der Nichtbankensektor umfasst dabei Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere (OGAW), alternative Investmentfonds (AIF), betriebliche Vorsorgekassen (BVK), Pensionskassen (PK) und Versicherungen (VU).

Pensionskassen und betriebliche Vorsorgekassen der Absicherung des Ruhestands und der Bereitstellung finanzieller Polster dienen, ist die Werthaltigkeit des Gesamtportfolios ebenfalls von zentraler Bedeutung.

Zwar können institutionelle Investoren – im Rahmen der zweiten Säule des Pensionssystems – prinzipiell zur Stärkung des Eigenkapitalangebots herangezogen werden, jedoch ist zu beachten, dass Pensionskassen vergleichsweise klein sind, was auf die Struktur der Pensionsversicherungssysteme zurückgeführt werden kann. Zusätzlich investieren sie nicht nur in relativ geringem Ausmaß in Aktien, sondern auch noch vorwiegend in ausländische Aktien anstatt in inländische. Ein wesentlicher Faktor hierfür ist die vergleichsweise geringe Marktkapitalisierung und Liquidität des österreichischen Aktienmarkts. Solange dieser Umstand bestehen bleibt, käme ein allfälliger Ausbau des Pensionskassensystems vermutlich nur zu einem relativ geringen Teil der Eigenkapitalfinanzierung des österreichischen Unternehmenssektors zugute. Überdies sollten Änderungen im Zusammenhang mit Pensionskassen-Veranlagungen vorrangig für die Verbesserung der Altersvorsorge erfolgen.

3.2.5 Rechtliche Rahmenbedingungen im Finanzsektor – Beteiligungen an Nicht-Finanzunternehmen müssen von Banken mit Eigenmitteln unterlegt werden

Wenn Banken Eigenkapital an Nicht-Finanzunternehmen halten (z. B. Aktien, GmbH-Anteile etc.), müssen sie für die jeweilige Beteiligung Eigenmittel vorhalten. Das anzuwendende Risikogewicht zur Berechnung der notwendigen Eigenmittel ist abhängig vom verwendeten Ansatz (Kreditrisikostandardansatz oder auf internen Modellen basierender Ansatz) und vom konkreten Risikogehalt der Beteiligung.

Lediglich fünf österreichische Banken verwenden derzeit interne Modelle (IRB-Ansatz) zur Berechnung der Eigenmittelanforderungen beim Kreditrisiko, wobei die Risikogewichte für Beteiligungen durchschnittlich zwischen 190 % und 370 % liegen. Der Rest der österreichischen Banken verwendet den Kreditrisikostandardansatz (KSA), wobei in den meisten Fällen ein Risikogewicht von 100 % (Art. 133 der Kapitaladäquanzverordnung – Capital Requirements Regulation, CRR) angewendet wird. Für Risikokapitalgesellschaften und Private Equity (Art. 128 der CRR zu Positionen mit besonders hohem Risiko) muss gemäß KSA ein Risikogewicht in Höhe von 150 % verwendet werden. Für Beteiligungen an Finanzunternehmen, Investmentfonds oder bei bestehenden öffentlichen Garantien gelten eigene Risikogewichte. Im Rahmen des aufsichtlichen Überprüfungs- und Bewertungsprozesses (Supervisory Review and Evaluation Process – SREP) kann die Bankaufsicht darüber hinaus vorschreiben, dass Banken institutsspezifisch zusätzliches Kapital („Säule 2“) halten sollen, für den Fall, dass Risiken durch Beteiligungen bestehen, die nicht oder nicht ausreichend durch die oben genannten Mindestkapitalanforderungen („Säule 1“) abgedeckt sind.

Mit dem finalisierten Basel-III-Rahmenwerk, das gemäß dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht ab 1.1.2023 anwendbar sein soll, wird es zu Änderungen bei der Risikogewichtung von Beteiligungen kommen. Demnach dürfen bei Beteiligungen nicht mehr interne Modelle, sondern ausschließlich der Kreditrisikostandardansatz angewendet werden. Da eine Verschränkung der Finanzinstitute mit der Realwirtschaft für die Finanzmarktstabilität kritisch gesehen wird und um dem tatsächlichen Verlustrisiko von Beteiligungen Rechnung zu tragen, kommt es im KSA selbst zu einer Erhöhung des Risikogewichts auf 250 % (von aktuell

100 %). Für spekulative, nicht börsennotierte Beteiligungspositionen wird im finalen Basel-III-Rahmenwerk sogar ein Risikogewicht von 400 % eingeführt werden. Allerdings sind die zukünftig anwendbaren Risikogewichte noch von der konkreten Umsetzung der Basel-III-Reformen in der EU abhängig.

4 Mögliche Maßnahmen zur Stärkung der Eigenkapitalausstattung österreichischer Unternehmen

Bei Gesprächen mit nationalen und internationalen Institutionen²⁰ wurde über eine Reihe von wirtschaftspolitischen und regulatorischen Maßnahmen zur Stärkung der Eigenkapitalausstattung von Unternehmen diskutiert, die steuerliche Anreize und verschiedene Beteiligungsformen in den Fokus stellen. Diese Maßnahmen sowie zwei internationale Lösungsansätze zur Verbesserung der Eigenkapitalausstattung kleiner und mittlerer Unternehmen werden im Folgenden vorgestellt.

Eine Reihe von Vorschlägen der Diskussionspartner bezog sich auf den Ausbau der steuerlichen Förderung der Veranlagung in Risiko- bzw. Eigenkapital. Zusätzlich wurde mehrfach angeregt, die steuerliche Benachteiligung von Eigenkapital gegenüber Fremdkapital mittels einer steuerlichen Abzugsfähigkeit von fiktiven Eigenkapitalzinsen zu beenden (für eine Diskussion dieses Vorschlags siehe Kasten 1). Von mehreren Seiten wurde die Idee eingebracht, einen Beteiligungsfreibetrag für Investitionen in Eigenkapital einzuräumen, insbesondere für Frühphaseninvestments (in Höhe von etwa 50 % des Investments). Schließlich wurde vorgeschlagen, den Zeitraum für einen Vor- bzw. Rücktrag von Verlusten aus Beteiligungen zu verlängern (z. B. drei Jahre vorausgreifend bzw. rückwirkend). Ein weiterer Punkt betraf die Wiedereinführung einer einjährigen Halte- bzw. Spekulationsfrist, während dieser Kursgewinne aus Wertpapieren nicht der Kapitalertragssteuer unterliegen sollen.

Kasten 1

Begünstigung fiktiver Eigenkapitalzinsen als Anreiz für Eigenkapitalbildung?

Bei vielen Steuersystemen – darunter auch das österreichische – können Fremdkapitalzinsen von der Steuerbemessungsgrundlage abgezogen werden, Kosten des Eigenkapitals jedoch nicht. Daher ist Eigenkapital aus unternehmerischer Sicht steuerlich teurer als Fremdkapital. Um diesem sogenannten „debt bias“ entgegenzuwirken, wurden in den größeren Euroraumstaaten Italien, Belgien und Portugal bereits unterschiedliche Regelungen zur Abzugsfähigkeit fiktiver Eigenkapitalzinsen („Allowance for Corporate Equity“ – ACE) in der Unternehmensbesteuerung eingeführt. Derzeit wird bei diesen Ländern die Förderung von Eigenkapital mittels einer sogenannten „soft ACE“ umgesetzt, bei der der Anstieg des Eigenkapitals mit einem entsprechenden Rechnungszinssatz multipliziert wird. Das Ergebnis davon kann von der Steuerbemessungsgrundlage abgezogen werden²¹. Das Ausmaß dieser Begünstigung hängt naturgemäß mit dem Rechnungszinssatz zusammen. Beispielsweise war 2020 in Belgien aufgrund des niedrigen allgemeinen Zinsniveaus der unterstellte Eigenkapitalzins für größere Unternehmen sogar geringfügig negativ (Europäische Kommission, 2021).

Auch Österreich hatte in den 2000er-Jahren steuerliche Regelungen zur Begünstigung eingeführt, jedoch wurden diese 2005 durch eine allgemeine Körperschaftsteuersenkung für Kapitalgesellschaften sowie 2010 durch den Gewinnfreibetrag für Personengesellschaften

²⁰ U. a. Weltbank, WKO, Wiener Börse, aws, AVCO und AustrianStartups.

²¹ Belgien hatte in der Vergangenheit eine „hard ACE“, bei der das Niveau des Eigenkapitals herangezogen wurde.

ersetzt.²² Einschränkungen des Fremdkapitalzinsabzugs könnten ebenfalls der steuerlichen Bevorteilung von Fremdkapital entgegenwirken und die Eigenkapitalfinanzierung fördern. In der Praxis zielen diesbezügliche Maßnahmen aber eher auf steuervermeidende Strategien zahlreicher Konzerne ab.²³ So sind in Österreich Zinsen für den Erwerb von Beteiligungen innerhalb eines Konzerns sowie Zinsen an Mütter im Ausland, wenn sie im Ausland mit weniger als 10 % versteuert werden, nicht abzugsfähig.²⁴

Tabelle 4

Ausgewählte Studien zum Effekt steuerlicher Maßnahmen auf das Eigenkapital

Autorinnen und Autoren	Land	Maßnahme	Effekt auf Eigenkapital
Petutschnig und Rürger (2017)	Österreich	KöSt- und ESt-Regelungen von 2000–20003	ja
Petutschnig und Rürger (2016)	Österreich	Hälftesteuersatz bei ESt von 2004–2009	~
Petutschnig (2018)	Österreich	Einschränkung Zinsabzug	ja
Panier et al. (2016)	Belgien	Hard ACE	ja
Princen (2012)	Belgien	Hard ACE	ja
Campehouth und Caneghem (2013)	Belgien	Hard ACE (nur KMU)	nein
Branzoli und Caiumi (2018)	Italien	Soft ACE	ja

Quelle: OeNB.

Anmerkung: KöSt = Körperschaftsteuer; ESt = Einkommenssteuer; ACE = Allowance for Corporate Equity; KMU = kleine und mittlere Unternehmen; „~“ = Ergebnisse mehrdeutig.

Empirische Studien deuten generell auf eine Wirksamkeit der Absetzbarkeit fiktiver Eigenkapitalzinsen hin (Tabelle 4), allerdings ist die Wirkung für KMU etwas strittig.²⁵ Letzteres könnte auch daran liegen, dass diese Regelungen tendenziell sehr kompliziert sind, um Steuervermeidung zu unterbinden (siehe z. B. Zangari, 2014).

Eine allgemeine Senkung der Unternehmenssteuern (wie in Österreich in den 2000er-Jahren) wäre eine denkbare Alternative, um den steuerlichen „debt bias“ zu reduzieren. Da es sich hierbei aber um keine gezielte Maßnahme handelt, könnte eine Stärkung der Eigenkapitalposition im gleichen Ausmaß wie bei einer „soft ACE“ (i. e. einer Begünstigung des Eigenkapitalanstiegs) zwar erreicht werden, jedoch nur mit einem deutlich höheren Verlust an Steueraufkommen. Zudem hätte eine Begünstigung von Eigenkapitalzinsen den Vorteil, dass sie auch für Personengesellschaften gelten würde (sofern diese doppelte Buchhaltung führen), womit die Rechtsformneutralität gewahrt wäre.

Sowohl bei einer allgemeinen Steuersenkung als auch bei einer Begünstigung von Eigenkapitalzinsen besteht jedoch das Problem, dass beide vor allem über höhere Gewinnthesaurierungen (i. e. Einbehaltung von Gewinnen) wirken würden und sich dadurch die Eigenkapital-situation der Unternehmen eher langsam verbessern würde. Ein deutlich schnellerer Effekt könnte über steuerliche Anreize für Anleger erzielt werden, um Investitionen in bestimmte

²² Eine mögliche Einführung einer ACE wird in einer jüngst vom Finanzministerium in Auftrag gegebenen Studie diskutiert (Köpl-Turyna et al., 2021).

²³ Eine generelle Nichtabzugsfähigkeit von Zinsausgaben wäre in der Praxis sehr schwierig: Wären in diesem Fall Zinseinnahmen weiterhin steuerpflichtig, käme es zu einer sehr hohen Abgabenlast für den Finanzsektor; würden Zinseinnahmen hingegen ebenfalls steuerfrei gestellt, käme es zu einer Unterbesteuerung von Finanzunternehmen.

²⁴ Zudem gibt es eine Zinsschranke in der „Anti-Tax Avoidance Directive (ATAD)“ der EU, laut der Nettozinsausgaben über 30 % des EBITDA („Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization“) für größere Unternehmen nicht abzugsfähig sein sollten.

²⁵ Interessante Resultate bieten hier beispielsweise die Studien von Petutschnig und Rürger (2016, 2017). Anhand eines Datensatzes – der größtenteils Daten zu Kapitalgesellschaften enthält – haben sie herausgefunden, dass eine kleine steuerliche Begünstigung den Anstieg des Eigenkapitals in den frühen 2000ern erheblich beeinflusst hat (diese Regelung galt sowohl für Kapital- als auch Personengesellschaften). Eine Analyse zur deutlich großzügigeren Nachfolgeregelung nur für Personengesellschaften kommt hingegen zum Resultat, dass mit dieser zwar ein Anstieg des Eigenkapitals einherging, jedoch nicht ausgeprägter war als bei Kapitalgesellschaften.

Eigenkapitalinstrumente zu fördern. Allerdings hätte eine solche Maßnahme auch nicht unerhebliche Nachteile: Maßnahmen im Bereich der Unternehmensbesteuerung sind speziell auf österreichische Unternehmen zugeschnitten, jedoch müssten Maßnahmen gerichtet an Anleger auch ausländische Unternehmen begünstigen – während Investitionen von Steuer- ausländern in österreichische Unternehmen nicht begünstigt wären. Zudem ist davon auszu- gehen, dass solche Maßnahmen eine sehr ungleiche Verteilungswirkung²⁶ haben und damit die politisch intendierte Progression des Einkommensteuersystems verringern.

Einige Vorschläge betreffend die Rolle von Finanzintermediären für die Eigenkapitalaufbringung bezogen sich auf den Ausbau von Risikokapitalfonds. Angelehnt an Keuschnigg und Sardadvar (2019) wurde mehrfach die Schaffung eines österreichischen Dachfonds erwähnt, der in Zielfonds investieren würde, die wiederum Startups sowie KMU in der Wachstumsphase durch Eigenkapital finanzieren sollen. Um die Erstinvestition österreichischer institutioneller Investoren in diese Anlageklasse zu erleichtern, könnte gemäß diesem Vorschlag der Bund für einen Teil der Investition eine Ausfallbürgschaft gegen ein marktkonformes Entgelt übernehmen. Dies würde auch die Refinanzierungskosten des Fonds reduzieren und somit die Attraktivität für institutionelle Fondsinvestoren steigern. Staatlich gestützte Fonds für die Eigenkapitalstärkung von Unternehmen existieren bereits; in Frankreich wurde beispielsweise 2021 ein solcher Fond initiiert (siehe Kasten 2).

Eine weitere Möglichkeit wäre, dass eine Bank oder mehrere Banken einen Private Equity Fonds auflegen oder KMU-Fonds unterstützen oder sponsern. Ein Beispiel hierfür ist im Vereinigten Königreich zu finden, wo bereits 2011 der Business Growth Fund gegründet wurde (siehe Kasten 2). Weiters könnten neue gesellschaftsrechtliche Vehikel für die Bereitstellung von Eigenkapital eingeführt werden, beispielsweise in Form eines SICAV (*société d'investissement à capital variable*) oder SICAF (*société d'investissement à capital fixe*). Diese würden in KMU bzw. Startups jeglicher Rechtsform investieren. Zusätzlich könnte, wie von den Diskutantinnen und Diskutanten mehrfach erwähnt, eine Fortführung bzw. Aufstockung des COVID-19-Startup-Hilfsfonds der aws ebenfalls eine positive Auswirkung auf die Eigenkapitalstärkung haben.

Kasten 2

Ausgewählte Beispiele für die Förderung der Eigenkapitalaufbringung

Eigenkapitalinitiative in Frankreich

Der sogenannte „fonds de prêts participatifs“, eine Eigenkapitalinitiative in Frankreich, zielt auf die Unterstützung von KMU ab. Dabei sollen Unternehmen unterstützt werden, die durch die COVID-19-Pandemie beeinträchtigt wurden, aber ein gesundes Geschäftsmodell aufweisen. Die Finanzierung des Fonds läuft über Versicherungen und institutionelle Investoren. Diese tragen die Kosten für das Fondsmanagement und erhalten 4,5 % bis 5,5 % Verzinsung aus dem Partizipationskapital. Der französische Staat garantiert dabei Verluste von bis zu 30 % des Fondsvolumens. Die Staatsgarantie wird von den Investoren mit 0,9 % bis 1,8 % des nominalen Partizipationskapitals abgegolten. Fünf Großbanken unterstützen die Unternehmen bei der Emission, übernehmen die Bonitätsprüfung, bringen 90 % des neu emittierten Partizipationskapitals in den Fonds ein und behalten 10 % auf ihrer Bilanz. Dafür erhalten sie eine Management-

²⁶ Die in den 1980ern geltende sehr großzügige steuerliche Förderung von Investitionen in bestimmte Eigenkapitalinstrumente wurde stark überproportional von Bezieherinnen und Beziehern höherer Einkommen genutzt.

gebühr des Fonds sowie das Provisionsergebnis. Die Laufzeit des Partizipationskapitals ist auf acht Jahre beschränkt. Das gesamte Programm hat ein Volumen von 20 Mrd EUR.

Business Growth Fund

Der Business Growth Fund (BGF) im Vereinigten Königreich wurde 2011 auf Basis einer politischen Initiative von fünf großen Banken gegründet (Barclays, HSBC, Lloyds, RBS und Standard Chartered), um die Finanzierung von KMUs im Vereinigten Königreich zu stärken. Seitdem wurden über 2,7 Mrd Pfund Sterling (GBP) in mehr als 420 Unternehmen investiert und 110 Exits begleitet. Mittels des BGF ist von Anfang an ein regionales Modell mit einem breiten Netzwerk etabliert worden, wodurch Investitionen im großen Umfang an KMU verteilt werden können. Das Geschäftsmodell basiert auf einer Vorselektion von Wachstumsunternehmen (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 5,1 %) mit einem Umsatz zwischen 2,5 Mio und 100 Mio GBP, bei denen ein hoher Finanzierungsbedarf besteht, die Gründer die Kontrolle jedoch noch nicht abgeben wollen. Die Investitionsentscheidung erfolgt unabhängig von den Eigentümerinnen und Eigentümern im Rahmen eines Investment-Komitees. Das Investitionsvolumen beträgt typischerweise zwischen 5 Mio und 10 Mio GBP, und der BGF hält an den ausgewählten Unternehmen einen Minderheiten-Anteil zwischen 10 % und 40 %. Um ein enges Monitoring der Unternehmen zu gewährleisten, sitzt ein Vertreter des BGF im Vorstand des Unternehmens. Außerdem verfügt der BGF über ein Netzwerk von 6.000 nicht-leitenden Geschäftsführerinnen und -führern sowie Branchenexpertinnen und -experten, die den KMU beratend zur Seite stehen. Die Erträge aus den Exits werden reinvestiert. Allerdings werden keine Vorgaben bezüglich eines Exits gemacht, da sich der BGF als langfristiger Investor versteht. Aufgrund dieses langen Investitionshorizonts ist die erwartete Kapitalrendite geringer als bei traditionellen Private-Equity-Investoren (im Schnitt um die 10 %). Mittlerweile zählt der BGF zu den weltweit größten Finanzierungsvehikeln für junge Unternehmen. Das Modell wurde mittlerweile nach Irland, Kanada und Australien exportiert, dort teilweise mit Beteiligung des Staates.

Um etwaigen Marktunvollkommenheiten entgegenzuwirken, könnten die oben besprochenen Fondslösungen zur Stärkung der Eigenkapitalausstattung auch mit staatlicher Beteiligung durchgeführt werden, um zielgerichtet österreichische KMU in vorab definierten Sektoren zu unterstützen (z. B. Technologieunternehmen). Diese Rolle könnten entweder neu aufgesetzte Vehikel oder bereits bestehende auf Bundes- und Landesebene übernehmen (z. B. von der ÖBAG oder von diversen Landesholdings). Ebenso können bestehende Förderstrukturen erweitert werden, beispielsweise jene des aws. Auch die stille Beteiligung durch Umwandlung staatlich garantierter Kredite in Eigenkapital wäre eine Möglichkeit.

5 Zusammenfassung

Vor der pandemiebedingten Krise verbesserte sich die Eigenkapitalausstattung der österreichischen Unternehmen stetig. Die durchschnittliche Eigenkapitalquote lag im Jahr 2018 im internationalen Durchschnitt, jedoch war das unterste Quartil der Unternehmen in Österreich deutlich schlechter kapitalisiert als in den Vergleichsländern. Die Eigenkapitalgeber sind breit über alle volkswirtschaftlichen Sektoren gestreut. Neben dem Ausland (44 %) wird das Eigenkapital vor allem vom Haushaltssektor (24 %), vom Staat (14 %) und von Privatstiftungen (12 %) gehalten. Ein internationaler Vergleich zeigt, dass in Österreich sowohl die Rolle von börsennotierten Aktien als auch von Risikokapital vergleichsweise gering ist.

Dem OeNB-Insolvenzmodell zufolge hatte die COVID-19-Pandemie deutliche Auswirkungen auf die Eigenkapitalausstattung der österreichischen Unternehmen.

Unter Berücksichtigung aller zum Zeitpunkt des Schreibens bekannten Hilfsmaßnahmen wird laut Modell die Eigenkapitalquote bis 2022 im Durchschnitt um 6,2 Prozentpunkte sinken. Ohne Hilfsmaßnahmen würde sie doppelt so stark sinken (12,4 Prozentpunkte).

Die Eigenkapitalbeschaffung für Unternehmen ist in Österreich sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite mit einer Vielzahl von Hemmnissen verbunden. Angebotsseitig betrifft dies u. a. Informationsdefizite, Losgrößenprobleme, eine geringe Liquidität des Marktes sowie rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen. Zu den Hemmnissen auf der Nachfrageseite zählen u. a. die Sorge der Eigentümer, die Kontrolle über ihr Unternehmen zu verlieren, Informations- und Datendefizite sowie eine steuerliche Ungleichbehandlung.

Gespräche mit einschlägigen Expertinnen und Experten sowie Marktteilnehmern zeigten eine Reihe möglicher Maßnahmen zur Stärkung der Eigenkapitalausstattung auf. Häufig genannte Vorschläge umfassten steuerliche Fördermaßnahmen, Investitionen in Eigenkapital durch Intermediäre sowie staatliche Beteiligungen. In anderen Ländern finden sich bereits Beispiele, wie durch staatliche Initiativen die Eigenkapitalaufbringung für kleinere und mittlere Unternehmen gefördert werden kann. In diesem Papier werden diesbezüglich der Business Growth Fund des Vereinigten Königreichs sowie die kürzlich in Frankreich beschlossene Eigenkapitalinitiative genannt und näher erläutert.

Literaturverzeichnis

- Branzoli, N. und A. Caiumi. 2018.** How effective is an incremental ACE in addressing the debt bias? Evidence from corporate tax returns. Taxation Papers 72, Directorate General Taxation and Customs Union, European Commission.
- Campenhout, Geert und T. Caneghem. 2013.** How did the notional interest deduction affect Belgian SMEs' capital structure? Small Business Economics 40(2).
- Europäische Kommission. 2020.** Crowdfunding. <https://ec.europa.eu/newsroom/fisma/items/667392/de>.
- Europäische Kommission. 2021.** Direct taxes – Corporate Income Tax (for Belgium). Taxes in Europe Database. https://ec.europa.eu/taxation_customs/tedb/taxDetails.html?id=25/1609455600.
- Hölzl, W. 2020.** Die österreichischen Unternehmen in der COVID-19-Pandemie. Ergebnisse der Sonderfragen des WIFO-Konjunkturtests. WIFO-Konjunkturtest Sonderausgabe 2020(1). www.wifo.ac.at/jart/prj3/wifo/main.jart?rel=de&reserve-mode=active&content-id=1528640199418&publikation_id=65990&detail-view=yes.
- Keuschnigg, C. und S. Sardadvar. 2019.** Wagniskapital zur Finanzierung von Innovation und Wachstum. Wirtschaftspolitisches Zentrum Studie. http://www.wpz-fgn.com/wp-content/uploads/RFTE_Wagniskapitalfinanzierung_20190604.pdf.
- Köpl-Turyna, M., W. Schwarzbauer, J. Berger und L. Strohner. 2021.** Maßnahmen zur Stärkung des Eigenkapitals – Studie zu den Maßnahmen zur Stärkung von Eigenkapital mit speziellem Fokus auf steuerliche Absetzbarkeit von fiktiven Eigenkapitalzinsen. Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Finanzen.
- OeNB. 2018.** Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung (Finanzielle Sektorkonten der VGR) nach ESVG 2010. Handbuch zu Definitionen, Quellen und Berechnungsmethoden. https://www.oenb.at/dam/jcr:509e5d0d-fbd3-4419-9aea-faca7d90e375/gfr_finanzielle-sektorkonten-handbuch-2018-06.pdf.
- OeNB. 2020.** Betroffenheit der österreichischen Unternehmen durch die COVID-19 Pandemie nach Branchen. Konjunktur Aktuell – Berichte und Analysen zur wirtschaftlichen Lage. April 2020.
- Panier, F., F. Perez-Gonzales und P. Villanueva. 2013.** Capital structure and taxes: What happens when you (also) subsidize equity?, Mimeo, Stanford University.
- Petutschnig, M. 2018.** Die Auswirkung von § 12 Abs 1 Z 10 KStG auf die Fremdkapital-Quoten österreichischer Kapitalgesellschaften. ÖStZ 2018/904.
- Petutschnig, M. und S. Rünger. 2016.** Die Wirkung von steuerlichen Maßnahmen zur Förderung von Eigenkapital – Eine Analyse am Beispiel Österreich. BFuP – Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 68(4). 359–378.
- Petutschnig, M. und S. Rünger. 2017.** The Effects of a Tax Allowance for Growth and Investment – Empirical Evidence from a Firm-Level Analysis. WU International Taxation Research Paper Series, 2017-09. Wirtschaftsuniversität Wien.
- Princen, S. 2012.** Taxes do Affect Corporate Financing Decisions: The Case of Belgian ACE. Cesifo Working Paper 3713.
- Udell, G. F. 2015.** Issues in SME access to finance. European Economy (2)61.
- Zangari, E. 2014.** Addressing the Debt Bias: A Comparison between the Belgian and the Italian ACE Systems. European Commission Taxation Papers – Working Paper 44/2014.