

Carte blanche

Gibt es zu wenig Venture-Capital?

Von Pascal Gantenbein*

Für den Wohlstand eines an natürlichen Ressourcen armen Landes wie der Schweiz sind Innovationen und deren Umsetzung in marktfähige Produkte von zentraler Bedeutung. Dies gilt umso mehr, als bei einem hohen Beschäftigungsniveau Wachstum praktisch nur noch über Produktivitätssteigerungen möglich ist. Während den Universitäten und etablierten Unternehmen bei der Generierung von Wissen eine wichtige Funktion zukommt, sind es neben letzteren häufig auch junge Unternehmen, welche Innovationen marktfähig machen. Dabei spielt die Verfügbarkeit finanzieller Ressourcen, insbesondere von Risikokapital, eine bedeutende Rolle und hat damit einen direkten Bezug zum Wachstum. Verschiedene Untersuchungen belegen diesen Zusammenhang.

Was die Schaffung von Innovationen betrifft, ist die Schweiz gut positioniert. Die Qualität der Forschungseinrichtungen ist im internationalen Vergleich überdurchschnittlich hoch. Ebenso liegt die Schweiz bei den Ausgaben für Forschung und Entwicklung sowie bei den Patenten pro Einwohner auf den Spitzenplätzen. Doch wie sieht es mit dem Wagniskapital aus, von welchem die Umsetzung in marktfähige Produkte abhängt? Gibt es in der Schweiz zu wenig Venture-Capital, wie häufig behauptet wird?

Zunächst zeigt sich, dass die Schweiz in Bezug auf die Venture-Capital-Investitionen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im OECD-Vergleich lediglich im Mittelfeld liegt. Hinzu kommt, dass viele Jungunternehmer regelmässig Schwierigkeiten bekunden, Kapital für ihre Projekte zu erhalten. Beide Beobachtungen bedeuten aber nicht unbedingt, dass es zu wenig Wagniskapital im Schweizer Markt gibt. Denn zum einen könnte dieses im internationalen Vergleich möglicherweise effizienter eingesetzt werden, zum anderen gibt es immer Projekte, welche zu Recht kein Geld erhalten. So beklagen Venture-Capitalists umgekehrt nicht selten, wie schwierig es ist, gute Investitionsprojekte zu finden.

Ein differenzierteres Bild vermittelt die an der Abteilung Finanzmanagement des Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrums der Universität Basel aufgebaute Swiss Venture Capital Daten-

bank (SVCD) in Verbindung mit dem ebenfalls mitbegründeten Swiss Start-up Monitor (SSM). In der Datenbank erfasst werden Finanzierungen junger Unternehmen in innovativen Sektoren für den Zeitraum ab 1999. Damit ermöglicht die Datenbasis eine Analyse der sektoralen und regionalen Verteilung von Kapitalflüssen bei Jungunternehmen.

Die Daten zeigen, dass es vorab drei Problembereiche gibt: Erstens führt die Zyklizität der Investitionen zu ökonomisch ineffizienten Finanzierungslücken. Während in Boomjahren relativ viel Kapital verfügbar ist, ziehen sich die Investoren in Krisenjahren zurück, wodurch das Neufinanzierungsvolumen grossen Schwankungen unterliegt. Noch stärker sind diese bei der Frühphasenfinanzierung. Selbst gute Projekte mit einem nachhaltigen Geschäftsmodell erhalten in solchen Zeiten kaum die nötigen Mittel. Ursächlich hierfür sind neben der Risikoaversion auch Fondsstrukturen, bei welchen Neuinvestitionen erst nach Veräusse-

Viele Jungunternehmer bekunden Schwierigkeiten, für Projekte Kapital zu erhalten. Das heisst nicht, dass es zu wenig Wagniskapital gibt.

rungen früherer Beteiligungen möglich sind. Ein zweites Problem besteht in der Illiquidität des Venture-Capital-Marktes für grössere Beträge. Insbesondere für Projekte einer bestimmten Grössenordnung ist es im Hinblick auf die sich an die Gründungsphase anschliessende Wachstumsphase häufig schwer, die benötigten Ressourcen zu bekommen. Und drittens gibt es aus Investorensicht kaum Möglichkeiten zur diversifizierten Investition in das Segment der Jungunternehmen. Die Defizite bestehen somit in Bezug auf die intertemporale Diversifikation, den Portfolio-Risikoausgleich sowie das Pooling.

Als Lösungsansatz aufseiten der Investoren wäre zunächst denkbar, mehr Gelder aus den kollektiven Sammelstellen wie Pensionskassen und

Versicherungen zu mobilisieren. Aufgrund der heutigen Regulierung, des Rendite-Risikoprofils sowie der Marktstrukturen ist dies jedoch nicht unproblematisch. Das Kapitalangebot dürfte sich ferner durch eine bessere Transparenz über den Venture-Capital-Markt erhöhen. Drittens können Intermediäre wie Risikokapitalgesellschaften oder Risikokapitalbanken zum erforderlichen Risikoausgleich sowie zum Pooling beitragen, indem sie eine Diversifikation sowohl über die zeitliche Staffelung von Investitionen als auch über verschiedene Unternehmen bieten. Darüber hinaus zeigt die Literatur, dass den Risikokapitalgesellschaften auch beim Know-how-Transfer und der Selektion von Investments eine wichtige ökonomische Funktion zukommt.

Eines der Haupthindernisse für die Verbreitung solcher Risikokapitalgesellschaften war bislang die Mehrfachbesteuerung von Kapital und Ertrag, welche das Geschäftsmodell unattraktiv macht. Mit dem im Mai 2000 in Kraft getretenen Risikokapitalgesetz wurde ein erster Anlauf zur Korrektur dieser Situation unternommen, der jedoch aufgrund zahlreicher Schwächen im Gesetz gescheitert ist. Eine partielle Verbesserung brachte sodann die Einführung der Swiss Limited Partnership im Rahmen des Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen. Gleichwohl wäre nach wie vor eine Lösung für grössere Risikokapitalgesellschaften erstrebenswert.

Insgesamt lässt sich die Frage nach dem optimalen Grad an Venture-Capital für eine Volkswirtschaft nicht abschliessend beantworten, da eine bessere Verfügbarkeit von Venture-Capital auch den Ruf eines Landes als Start-up-Standort unterstreichen und so wiederum eine grössere Nachfrage generieren kann.

Aufgrund der identifizierten Defizite sind jedoch in jedem Fall Strukturen und Rahmenbedingungen wünschenswert, welche eine Diversifikation sowie ein Pooling von Investitionsbeträgen ermöglichen und auf diese Weise zu einer grösseren Stabilität der Finanzierungen für Jungunternehmen beitragen.

*Pascal Gantenbein ist Professor für Finanzmanagement an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät (WWZ) der Universität Basel.