



Prof. Dr. Alex Stomper  
MIT Sloan & IHS  
<http://web.mit.edu/astomper/www/index.html>

# MIT Industrial Liaison Program

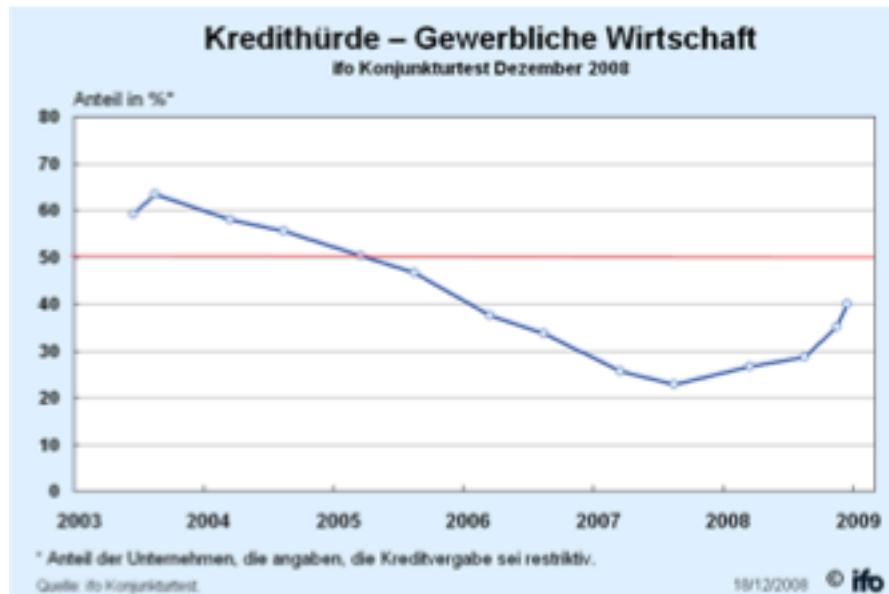
## Risikokapitalfinanzierung in Österreich

Oct 23, 2009



Massachusetts  
Institute of  
Technology

## Motivation



Eine nachhaltige Reduktion des Kreditangebots?

- Verschärzte Eigenkapitalerfordernisse der Banken
- Verstärkter Fokus auf Systemrisiken
- Sekurisation von Krediten in Zukunft teurer

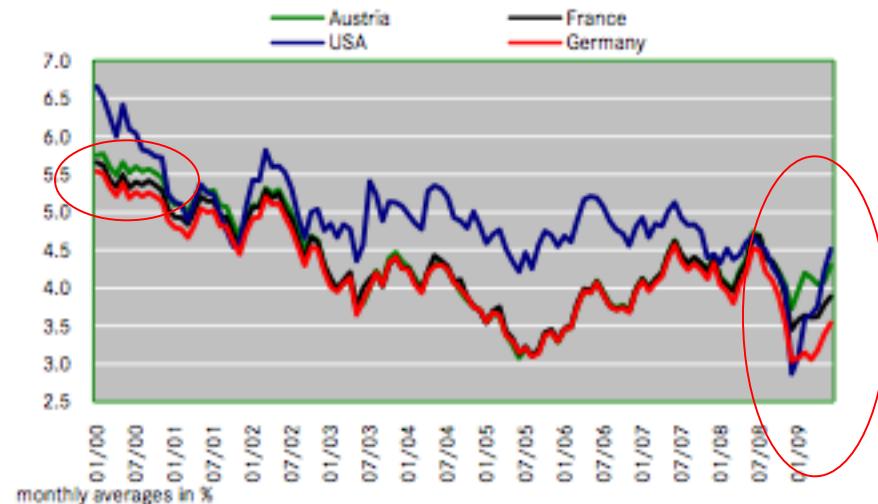
Verstärkte Ausdifferenzierung des Kreditangebots?



## Verlässlichkeit des Kreditangebots

Secondary Market Yields

long-term Government Bonds



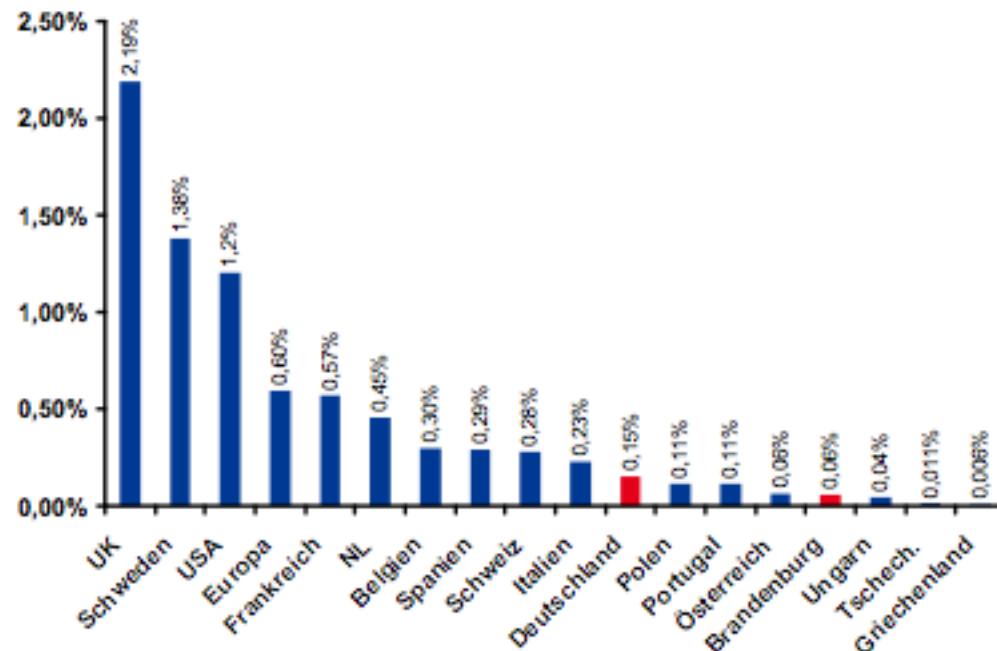
Kreditwürdigkeit der Republik erschien fraglich.

- Der yield-spread zeigt dass die Republik als lender-of-last resort als unglaublich angesehen wird.
- Österreichische Banken tragen die Konsequenzen.
  - *Ihr Kreditangebot ist pro-zyklisch.*
- Wie verlässlich ist das Kreditangebot für österreichische KMUs in einer Krisensituation?



## Der private Risikokapitalmarkt aus der Makro-Perspektive

Abbildung 6: Anteil der Private-Equity-Investitionen am BIP in % (2006)



Anmerkung: PE-Investitionen am BIP gemessen nach dem Land der Fondsverwaltung. Eine Auswertung nach dem „country of destination“ ergibt für alle Länder höhere Werte, da bspw. auch von außereuropäischen Ländern PE-Kapital zufließt.

Quelle: Prognos AG, 2008 nach Statistiken des BVK und eigenen Berechnungen. Aufteilung nach Land der Fondsverwaltung. Vergleichswert USA: BVK Special – „Venture Capital in den USA 2004“, Berlin 2005;



## Trends...

PWC Private Equity Trend Report 2009 - survey:

- Befragte: 184 PE Fonds, davon  
27% in Deutschland,  
21% mit Fondvermögen > 1Mrd Euro
- 45% mussten infolge der Krise von Investitionen absehen.  
Oftmals gekürzte Investitionsvolumina.
  - *Probleme bei der Kreditaufnahme*
  - *Exit wird (noch) schwieriger*
- Viele Fonds überdenken ihre Geschäftsmodelle.
  - *Bereitschaft zu Minderheitsbeteiligungen und Kooperationen mit strategischen Investoren*
  - *Mehr Eigenkapitalfinanzierung*
  - *(Noch) mehr „later stage“*
- Internationale Fonds wollen verstärkt in CEE und Asien investieren.
  - *Auch in Österreich?*



## Veränderungen im Geschäftsmodell

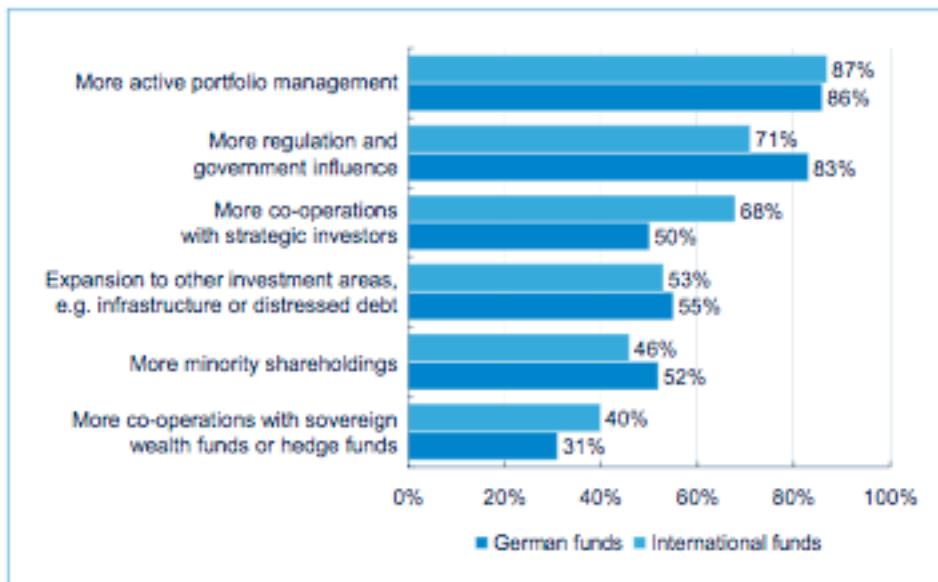


Fig. 6 Future changes to the private equity industry

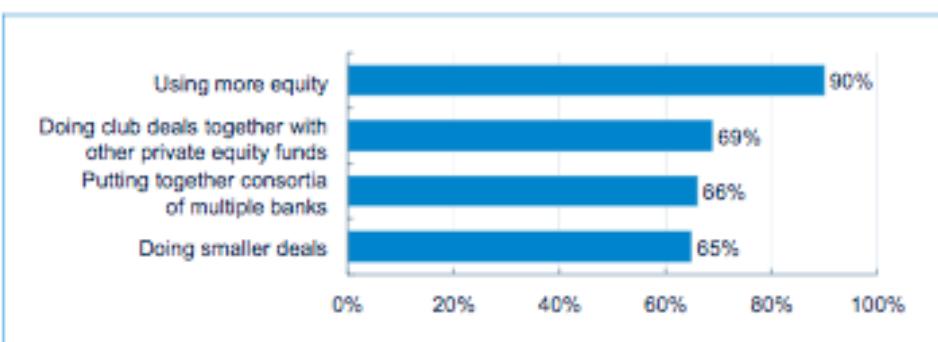


Fig. 10 Future solutions to the financing difficulties

## Staatliche Förderungen

- Staatliche Subventionen von KMUs bei der Kreditaufnahme
  - *Refinanzierung von Krediten an KMUs*
  - *Zinssubventionen, Haftungsübernahmen, etc.*
  - *Für high-tech start-ups weniger geeignet weil solche Firmen keinen Zinsaufwand tragen können*
- Staatliche Förderung von KMUs bei der Risikokapitalaufnahme
  - *Marktversagen kann im österreichischen Fall besonders leicht argumentiert werden*
  - *„capital participation approach“*  
*entweder durch staatliche fonds*  
*oder durch einen „fund-of-fund approach“ - Verbesserung des Risiko/Ertragsverhältnisses von privaten VC Fonds*
- Kombinierte Maßnahmen - „co-investment“
  - *Double-Equity Garantiefonds...*



## Staatliche Förderungen

- Fiskalische Anreize, z.B. das britische Enterprise Investment Scheme
  - *Mason & Harrison (1999, 2000) zeigen in einer empirischen Analyse dass solche Anreize (zumindest in GB) besonders wirksam sind.*
  - *Aber: nur 27% der britischen Investoren sind wirklich business angels.*
  - *Und: das ist eine recht pro-zyklische Form der Förderung*
- Business Angel Networks (BANs, „dating agencies“),

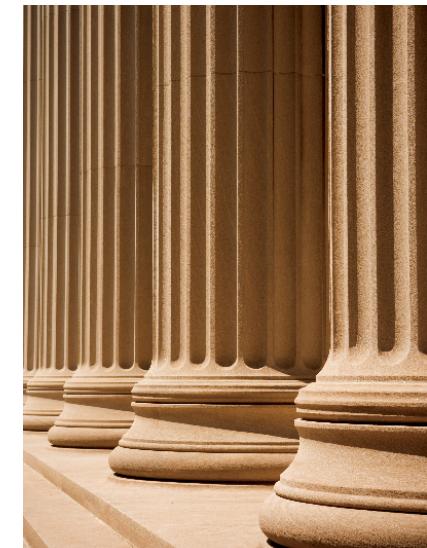
Table 3. Distribution of Business Angel Networks in Europe (mid-2008)

Number	Countries
1	Croatia, Finland, Greece, Latvia, Luxembourg, Malta, Slovenia, Ukraine
2–5	Austria (3), Belgium (4), Bulgaria (2), Czech Republic (2), Denmark (3), Hungary (3), Ireland (4), Poland (5), Russia (4), Turkey (2)
6–10	Netherlands (9), Norway (7), Portugal (10), Switzerland (8)
11–20	Italy (11)
21–30	Sweden (22)
31–40	Germany (38), Spain (37), UK (35)
Over 40	France (66)

Plus 4 transnational networks

Source: EBAN (2008)

- „ready for equity“ Programme, „investment facilitation grants“



## Security Design - Theorie

- „Security design“ ist ein Ansatz zur Vermeidung von Marktversagen im Kapitalmarkt.
  - *Komplementär zu staatlichen Förderungen.*
- Ausgangspunkt: Gründe für Marktversagen
  - *Informationsasymmetrien, besonders bei high-tech start-ups.*
  - *Anreizprobleme*
  - *Externalitäten: z.B. „big-push“ Theorie von Murphy & Shleifer (bzw. Rosenstein-Rodan)*
- Security Design beschäftigt sich eher mit Informationsasymmetrien
- Grundidee: Ein CF kann „tranchiert“ werden.

Umso risikoloser eine Tranche ist, desto leichter ist sie auf Basis von öffentlich verfügbaren Informationen bewertbar.



---

## Security Design - Theorie

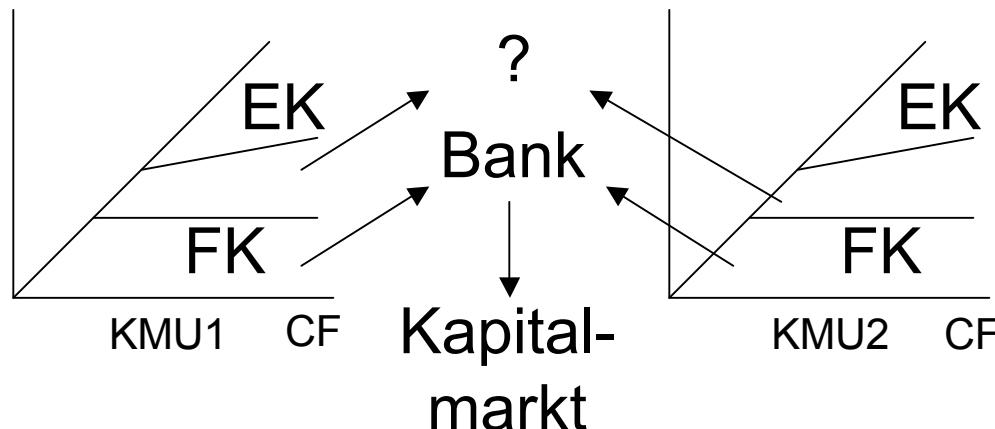
Myers & Majluf (1984), Leland & Pyle (1977), Boot & Thakor (1992), Duffie & DeMarzo (1999),...

- Bei Vorliegen von Informationsasymmetrien ist es effizient wenn „Insider“ v.a. die risikolosen Tranchen an (schlechter informierte) Investoren verkaufen.
  - *Beispiel: „pecking order of financing choices“: FK Emission vor EK Emission*
- Der Umfang in dem risikante Tranchen verkauft werden „signalisiert“ die Erwartungen der Insider.
  - *Solche Tranchen können nur zu einem Preisabschlag (gegenüber dem nur den Insidern bekannten wahren Wert) verkauft werden.*
- Risikolose Tranchen können durch „pooling“ von CFs geschaffen werden.
- Tranchen sollten gross genug sein um eine Fixkosten-degression zu ermöglichen.
  - *Fixkosten inkludieren Kosten, die Investoren tragen um eine Emission zu bewerten.*



## Das Double-Equity Modell - ein Beispiel für sinnvolles Security Design

- 2 Tranchen: EK und FK
- Risikokapitalinvestoren erhalten einen zusätzlichen Investitionsanreiz
- Das Tranching erfolgt auf Unternehmensebene.
- Gibt es Möglichkeiten für ein „pooling“ der Tranchen?
  - *Die FK Tranchen werden bereits gepoolt - auf Bankebene. Auch die Risikokapitaltranchen?*
  - *Warum nicht auch über den Kapitalmarkt?*  
Halling, Stomper & Zechner (2005)



## Market Design

- Primärmärkte:
  - *Auktionsmechanismen*
  - *Informelle Auktionsmechanismen (z.B. bookbuilding)*
  - *Kombinationen - Pichler & Stomper (2009)*
- Sekundärmärkte:
  - *Börsen - immer mit Preisfindung*
  - *OTC - oft ohne Preisfindung (crossing networks)*
- „when-issued markets“ bzw. Prognosemärkte
  - „*when-issued markets*“ sind normale Futures Märkte tragen zur Preisfindung auf Primärmärkten bei (Pichler & Stomper (2006, 2009))
  - *Prognosemärkte: „pari-mutual market structure“, d.h. ein Markt für „Wetten“, in dem die odds erst feststehen wenn alle „gewettet“ haben.*
- Was ist die ideale Marktstruktur für PE Exits?
- Market design von early-stage Kapitalmärkten?

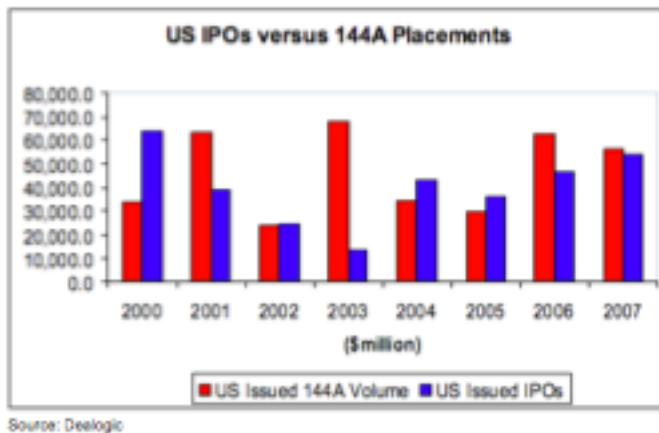


## Private Wertpapiermärkte in den USA

- SEC Rule 501(a): Definition eines „*accredited investors*“ - Vorbild für die britische Regelung
  - „*net worth>\$1m, income>\$200k (\$300k with spouse) in each of 2 most recent years*“
- SEC rule 506: „offerings are exempt from securities regulation if limited to accredited investors and no more than 35 non-accredited investors“ (Die letzteren müssen „*sophisticated*“ sein.)
- SEC Rule 144A ermöglicht einen Sekundärmarkt für private placements
  - *Wegfall von mandatory holding periods*
  - *Definition einer Gruppe von „qualified institutional buyers“ (Fonds mit „assets under management“>\$100m*
  - *Goldman's GStrUE (GS Tradable Unregistered Equity OTC Market), NASDAQ (OMX) PORTAL*
  - *Exit Möglichkeiten für institutionelle Investoren?*



## Private Eigenkapitalmärkte in den USA



On April 20, 2007, Compartamos went public through an IPO that listed it on the Mexican Stock Exchange and **also offered shares to international institutional investors under U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) Rule 144A**. The offering was unusual for an IPO in that the bank received none of the proceeds from the sale; it [...] allowed the principal shareholders—Accion, IFC, Compartamos (the original NGO)—as well as the individual Mexican shareholders—managers and directors, who had founded and run Compartamos since 1990—to recoup their investment and, as it turned out, very substantial profits



## Schlussfolgerungen

- Österreich braucht dringend eine Alternative zur pro-zyklischen Bankenfinanzierung.
  - *Risikokapital*
  - *Private placements von FK*
- Security design (wie z.B. im double-equity Programm) ist wichtig, aber nur ein 1. Schritt
- Market design ist der nächste Schritt.
  - *BANs - wie lässt sich diese Idee weiterentwickeln?*
  - *Exit Märkte durch “private equity trading”?*

<http://www.xchanged.com/xchange/about>

<http://www.nyppex.com/>

<http://www.secondmarket.com/>
- Wir brauchen mehr Daten! (Mason et al. (2009)).
  - *Besonders über BANs*



## Gesetzliche Rahmenbedingungen

- Wichtig ist ein international verstandenes Modell für PE/VC Fonds.
  - *Rechtsform angelehnt an die KG, weil vergleichbar mit britischen limited partnerships?*
  - *Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen, wie z.B. beim britischen VCT (und auch in Deutschland)*
- Flexible Regelungen für „early stage investments“
  - *Bei Überschreitung einer Mindestinvestitionssumme (50,000 Euro?)*
  - *Für „high net-worth individuals“, wie in USA oder GB (Einkommen>GBP100k, Vermögen>GBP250k)*



## Zingales (2009): “The Future of Securities Regulation”

- Ein Ziel:
  - “protection of unsophisticated investors”
  - UND
  - “reduction of the regulation gap between public and private markets”
- Wie soll das gehen?
  - “regulation that dissuades unsophisticated households from investing directly in security markets”
  - Entflechtung der Fonds-Industrie
- Transparenz von systemisch wichtigen Märkten





Thank you.



Massachusetts  
Institute of  
Technology