

Private Equity und Venture Capital: Anforderungen an eine neue Fondsstruktur für den österreichischen Risikokapitalmarkt

Peter Brandner / Thomas Jud / Georg Kofler / Barbara Polster-Grüll

Die mit der Steuerreform 1994 eingerichtete Mittelstandsfinanzierungs-AG (MiFiG), welche die derzeit in Österreich dominante Fondsstruktur für Private Equity und Venture Capital (PE/VC) repräsentiert, kann aus EU-beihilfenrechtlichen Gründen ab 2008 nicht mehr gegründet werden. Im Sinne der Zielsetzungen des Regierungsprogramms wird empfohlen, im Rahmen eines eigenständigen Gesetzes eine transparente, anreizkompatible und performancestarke Geschäftsstruktur für PE/VC – die „Wagnis- und Risikokapitalgesellschaft“ (WARG) – zu etablieren. Die in diesem Beitrag gemachten Vorschläge für die Ausgestaltung dieses Gesetzes sowie weiterer rechtlicher Begleitmaßnahmen orientieren sich an internationaler „best practice“, um den Finanzplatz Wien und den Wirtschaftsstandort Österreich entscheidend zu stärken.

Stichwörter: Private Equity, Venture Capital, Risikokapitalmarkt, Risikokapital, Risikokapitalfonds, Klein- und Mittelbetriebe, Mittelstandsfinanzierung.
JEL-Classification: G 18, K 22, K 34.

The Tax Reform Act of 1994 established a preferential tax regime for certain companies providing equity to small- and medium-sized business. These “Mittelstandsfinanzierungsgesellschaften” have become the dominating fund structure for private equity and venture capital in Austria. European state aid rules, however, preclude such fund structure if founded after the end of 2007. In line with the current government program in this area, we present a proposal to establish a new transparent, incentive-compatible, and performance-strong fund structure for private equity and venture capital investments, the “Wagnis- und Risikokapitalgesellschaft” (WARG). The following recommendations for a legal framework for WARGs follow international “best practices”, are aligned with constitutional and European law prerequisites, and aim at strengthening Vienna as a financial center and Austria as a business location.



Photo: jacqueline godany

Mag. Peter Brandner ist Fachexperte für empirische Wirtschafts- und Finanzmarktforschung im BMF; e-mail: peter.brandner@bmf.gv.at



Photo: Foto Wilke

Mag. Thomas Jud ist Partner bei INVEST EQUITY Management Consulting GmbH; e-mail: t.jud@investequity.at



Photo: privat

Priv.-Doz. DDr. Georg Kofler ist Acting Assistant Professor of Tax Law, New York University School of Law; e-mail: georg.kofler@nyu.edu



Photo: Katharina Stögmüller

Mag. Barbara Polster-Grüll ist Steuerberaterin und Partnerin bei der KPMG Alpentreuhand GmbH; e-mail: bpolster@kpmg.at

„Die Bundesregierung will bestmögliche Rahmenbedingungen für den österreichischen Kapitalmarkt“ [1]

1. Einleitung: Rahmenbedingungen und Problembereiche

Seit vielen Jahren wird auf erhebliche strukturelle Defizite des österreichischen Wirtschaftssystems gerade in den Bereichen Forschung und Entwicklung (F&E), Umsetzung von Verfahrens- und Produktinnovationen, Entwicklungsgrad des Kapitalmarktes, Eigenkapitalschwäche österreichischer Klein- und Mittelunternehmen (KMUs) etc. verwiesen. So be-

tont beispielsweise Peneder [2] die Grenzen des traditionellen österreichischen Entwicklungspfades und macht deutlich, daß langfristig nur ein beschleunig-

Der Beitrag stellt die persönliche Meinung der Autoren dar und nicht notwendigerweise jene ihrer Institutionen

[1] Regierungsprogramm für die XXIII. Gesetzgebungsperiode, S. 43.

[2] Peneder, (2001), S. 737–748.

nigter Strukturwandel Wachstumseinbußen abwenden wird. Verstärkte Innovationsorientierung, Intensivierung von Unternehmensgründungen, Zuwachs an produktiven Ressourcen durch Kapitalinvestitionen und Ausbildung sowie verstärkte Markt- und Wettbewerbsorientierung bilden daher die Schwerpunkte für eine zukunftsorientierte Standortpolitik [3]. Das aktuelle Regierungsprogramm möchte diesen Überlegungen Rechnung tragen, indem es für die „Schaffung eines weltweit wettbewerbsfähigen Innovationsumfeldes“ genauso wie für die „Belebung und Unterstützung des österreichischen Kapitalmarktes“ sorgen möchte [4]. Es betont daher zusammenfassend, daß die grundsätzlichen Ziele „eine Stärkung des österreichischen Kapitalmarktes als regionales Finanzzentrum“ und „eine breite, bedarfsgerechte Finanzierung der Investitionen, d.h. eine ausreichende Versorgung der Wirtschaft mit (Risiko-)Kapital“ sind [5].

Vor dem Hintergrund dieser Zielsetzung analysiert der folgende Beitrag die aktuelle Situation in Österreich im internationalen Kontext. Dabei werden einerseits der dringende Handlungsbedarf im Bereich Private Equity und Venture Capital (PE/VC) aufgezeigt und andererseits konkrete wirtschaftspolitische Maßnahmen in Form der Schaffung einer „Wagnis- und Risikokapitalgesellschaft (WARG)“ vorgeschlagen. Unter Private Equity und Venture Capital wird im folgenden umfassend das Angebot vorbörslichen Eigenkapitals verstanden, das – gesamtwirtschaftlich betrachtet – wesentliche Grundaufgaben erfüllt:

- ◆ Es reduziert die Finanzierungslücke, die sich für wachstumsorientierte, innovative KMUs im vorbörslichen Bereich aus dem Versagen der traditionellen Finanzmärkte ergibt und übernimmt damit als ein eigenständiges Finanz- bzw. Kapitalmarktsegment eine Finanzierungsfunktion.
- ◆ Um sicherzustellen, daß die finanzierten Unternehmen auch einen möglichst großen Wertsteigerungseffekt erzielen, werden im Rahmen eines

strukturierten Selektionsprozesses jene Unternehmen für eine Finanzierung ausgewählt, die über eine besonders starke Wachstums- und Innovationsorientierung verfügen. PE/VC-Geber übernehmen damit eine Selektions- bzw. Allokationsfunktion, die die Modernisierung und den Strukturwandel der Volkswirtschaft insgesamt unterstützen.

- ◆ Neben der Finanzierungs- und Selektionsfunktion kommt PE/VC auch eine Mehrwertfunktion zu, die sich in direkten Wachstumsimpulsen für die finanzierten Unternehmen äußert. PE/VC-Geber liefern nicht nur Finanzierungsmittel für ihre Beteiligungsunternehmen, sondern stellen darüber hinaus Management-Know-how und Informationsdienste bereit, binden die Unternehmen in neue Netzwerke ein, schärfen das Geschäftsmodell und die Geschäftsprozesse von Unternehmen und sichern ein hohes Maß an Disziplin bei ihrer Verfolgung.

Die Bedeutung der PE/VC-Finanzierung als Komponente des Innovationssystems läßt sich an *Leistungsindikatoren der nationalen Innovationssysteme* darstellen [6]. Demnach korrelieren PE/VC-Investitionen stark mit Indikatoren, die Kennzeichen leistungsstarker nationaler Innovationssysteme sind. Besonders ausgeprägt ist die wechselseitige Abhängigkeit mit der Technologieorientierung der Produktionsstruktur eines Landes, der Ausstattung mit Humankapital, der Patentleistung und dem Wandel zur „New Economy“. Gut entwickelte Märkte für PE/VC sind somit zu einem wichtigen Bestandteil nationaler Innovationssysteme geworden und übernehmen eine entscheidende Rolle im wirtschaftlichen Strukturwandel, insbesondere auch für KMUs.

In dem von der Fremdmittelfinanzierung dominierten österreichischen Finanzierungssystem konnte sich PE/VC im Vergleich zum übrigen Europa erst sehr spät entwickeln, obwohl bereits 1958 erstmals die Notwendigkeit einer Venture-Finanzierung in Österreich dargestellt

wurde [7]. Diese Überlegungen hatten auch 1985 noch nichts an Aktualität eingebüßt [8], obwohl der Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen 1968 „im Hinblick auf eine wachstumspolitische Ausrichtung der Kapitalmarktpolitik“ die Errichtung von „kommerziell geführten“ Kapitalbeteiligungsgesellschaften empfohlen hatte, die „Finanzierungsmittel vor allem zukunftssträchtigen Unternehmen zuführen sollten“ [9]. Erst Mitte der achtziger Jahre zeigten sich erste Ansätze einer österreichischen Beteiligungsindustrie. Die Organisation des Geschäfts innerhalb von Banken und die durch Steuerbegünstigungen im Rahmen eines Genußscheinmodells motivierten Investoren konnten eine nachhaltige Entwicklung allerdings nicht gewährleisten. Erst durch die Einrichtung eigener Fondsstrukturen und die Einführung von Kapitalgarantien [10], mit denen hohe Investitionsrisiken abgesichert werden können, konnte in Österreich eine eigenständige PE/VC-Industrie Fuß fassen und seit Mitte der neunziger Jahre zunächst eine rasche Entwicklung nehmen (siehe Abb. 1 und 2).

Die mit der Steuerreform 1994 [11] eingerichtete Mittelstandsfinanzierungs-AG (MiFiG) nach § 5 Z. 14 i.V.m. § 6b KStG fungiert seit vielen Jahren als dominierende PE/VC-Fondsstruktur in Österreich. Dieses spezielle Steuerregime wurde mit der Zielsetzung eingeführt, geeignete Rahmenbedingungen für die Entwicklung einer österreichischen Beteiligungskapitalindustrie zu schaffen und damit die Eigenmittelausstattung der mittelständischen Wirtschaft in Österreich zu verbessern. Tatsächlich hat sich der Bereich der PE/VC-Finanzierungen, gemessen am starken Anstieg des aufgebracht bzw. investierten Kapitals, seither positiv entwickelt. Das bestehende Konzept der MiFiG baut dabei auf der Struktur der Kapitalgesellschaft auf. Die MiFiG ist eine in der Rechtsform der Aktiengesellschaft errichtete Kapitalgesellschaft, deren Erträge gem § 5 Z. 14 KStG weitestgehend von der Körperschaftsteuer freigestellt sind. Befreiungen auf dem Gebiet der Gebühren und Verkehrsteuern sowie im Bereich der

[3] Auch der *Rat für Forschung und Technologieentwicklung* hat eine Arbeitsgruppe zur Gründungs- und Wachstumsfinanzierung eingerichtet und auf Basis der Ergebnisse „Empfehlungen zur Gründungs- und Wachstumsfinanzierung“ ausgesprochen. Er empfiehlt u.a. die „rasche Einführung international attraktiver PE/VC-Fondsstrukturen, deren rechtliche und steuerliche Bestimmungen auf die Bedürfnisse des Beteiligungsgeschäfts abgestimmt sind.“ (8. Juli 2005, S. 4)

[4] Regierungsprogramm für die XXIII.

Gesetzgebungsperiode, S. 38.

[5] Regierungsprogramm für die XXIII. Gesetzgebungsperiode, S. 43. Bereits im Regierungsprogramm für die XXII. Gesetzgebungsperiode wurde festgehalten: „Ziel ist die Stärkung des österreichischen Kapitalmarktes und der Wiener Börse zur Verbesserung der Finanzierungssituation der Unternehmen.“, bzw. „Stärkung des vorbörslichen Risikokapitalmarktes (Venture Capital/Private Equity).“ S. 40

[6] Erhoben im Rahmen des EU Inno-

vation Scoreboard, *Europäische Kommission* (2003).

[7] *Haschek* (1958), zitiert in H. Haschek (1985), S. 29.

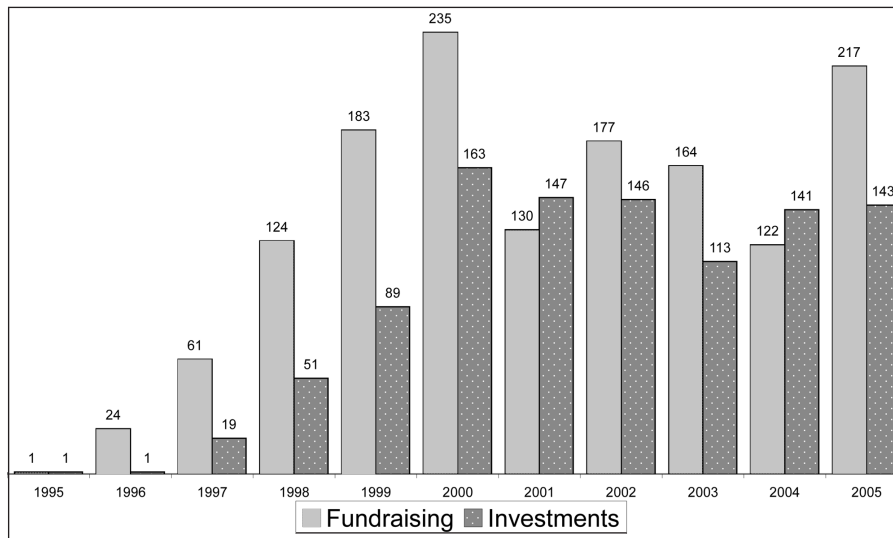
[8] *Haschek* (1985).

[9] *Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen* (1968), S. 16.

[10] Siehe auch *Kofler / Takacs* (2003) S. 49–62.

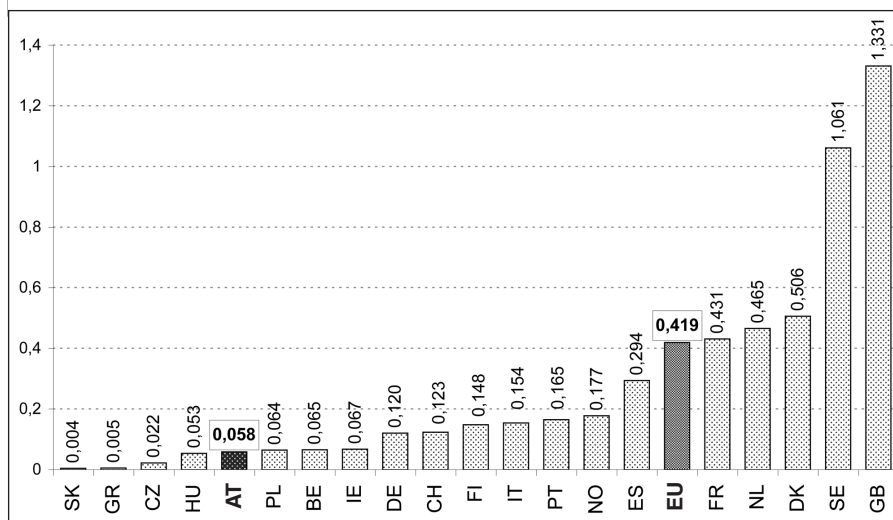
[11] BGBl 1993/818; siehe auch *Peneder / Wieser* (2002) S. 3 f und S. 29 f; *AVCO*, (2002); *AVCO*, (2003).

Abb. 1: Entwicklung der Investitionstätigkeit und des Fundraising in Österreich (in Mio. EUR)



Quelle: EVCA Yearbooks

Abb. 2: Ranking europäischer Länder nach PE-Investments (in % des BIP, 2005)



Quelle: EVCA Yearbooks

persönlichen Einkommensteuer privater Investoren runden das Steuerkonzept ab [12]. Es ist daher verständlich, daß die MiFiG in der PE/VC-Industrie zumindest diesbezüglich große Zustimmung gefunden hat und heute die weitaus überwiegend verwendete privatrechtliche Organisationsform für PE/VC-Gesellschaften in Österreich darstellt; andere Fondsvehikel, wie beispielsweise ver-

mögensverwaltende Personengesellschaften [13], werden demgegenüber nur äußerst selten eingesetzt [14]. Die Gewährung der steuerlichen Begünstigungen ist indes an eine Reihe von in § 6b KStG geregelten Voraussetzungen gebunden, die gesamtwirtschaftlich betrachtet zumindest problematisch sind. Darüber hinaus ist ihre Einhaltung vielfach schwierig und führt in der Praxis zu

einer Einschränkung in der Verwendbarkeit der MiFiG als Fondsvehikel. Im Zentrum der Kritik stehen dabei die *rigiden Veranlagungsvorschriften für den Finanzierungsbereich*:

- ◆ Dabei ist zunächst die Einschränkung der Veranlagung in Minderheitsbeteiligungen nach § 6 Abs. 2 Z. 3 KStG zu erwähnen, wonach MiFiGs nur bis zu 49% des Betriebsvermögens bzw. Nennkapitals des Beteiligungsunternehmens erwerben und zudem keine beherrschende Stellung innehaben dürfen. Das Höchstmaß von 49% darf nach der Verordnung zu § 6b KStG [15] nur aufgrund wirtschaftlicher Umstände (z.B. Sanierung und Insolvenzvermeidung) und nur vorübergehend für maximal drei Jahre überschritten werden. Die Beschränkung soll „sicherstellen, daß die Mittelstandsfinanzierungsgesellschaften nicht in die Stellung einer Holdinggesellschaft abgleiten und damit vom Förderungsziel abweichen“ [16]. Im Rahmen von Management-Buy-Out (MBO)-Transaktionen, die in entwickelten Finanzmärkten den Großteil des Investitionsvolumens repräsentieren, führt diese Vorschrift allerdings zu erheblichen Problemen, da in diesen Fällen typischerweise Mehrheitsbeteiligungen von den Finanzpartnern des Managements übernommen werden. Buyouts österreichischer Risikokapitalgeber müssen daher grundsätzlich syndiziert werden, was die Kosten und Komplexität der Transaktionen deutlich erhöht. Diese Restriktion führt damit im Ergebnis zu einem Wettbewerbsnachteil gegenüber ausländischen PE/VC-Fonds, die keiner derartigen Restriktion unterliegen.

- ◆ Eine weitere Einschränkung ist in der Bestimmung des § 6b Abs. 1 Z. 5 KStG zu sehen, wonach die Veranlagung zu mindestens 75% im Inland zu erfolgen hat. Auf den ersten Blick scheint eine Fokussierung der Investitionstätigkeit von MiFiG auf das Inland dem Zweck der Förderung der österreichischen mittelständischen Wirtschaft zu dienen. Tatsächlich werden durch eine zu enge Fokussierung auf den kleinräumigen österreichischen Markt aber ertragreiche Investitionsprojekte von vornherein ausgeschlossen, Vorteile aus der Spezialisierung auf bestimmte Branchen,

[12] Siehe zu steuerlichen Erwägungen unten Kapitel 4.3.; ausführlich zur MiFiG Hofmann / Kofler (2003) S. 473 ff.

[13] Für eine Analyse dieser Möglichkeit

aus der Sicht des österreichischen Steuerrechts siehe Achatz / Kofler (2003), S. 429 ff.

[14] Vgl. AVCO, (2002) S. 16.

[15] § 6 Abs. 3 der Verordnung BGBl

1994/554 idF BGBl II 2002/129.

[16] Wiesner / Schneider / Spanbauer / Kohler (1996), § 6b Anm. 15.

Technologien oder Unternehmensphasen reduziert, Potentiale zur Qualitätssteigerung im Leistungsangebot vermindert und Kapitalzuflüsse für die österreichische Beteiligungsindustrie erschwert. Darüber hinaus können auch komparative Vorteile aus der geographischen Lage des Fondsstandorts Österreich nicht richtig genutzt werden.

- ◆ § 6b Abs. 2 Z. 4 KStG schließt überdies die Investition in Beteiligungen an Kreditinstituten, Versicherungen sowie Energieversorgungsunternehmen aus. Der undifferenzierte Ausschluß ganzer Branchen vom Zugang zu Risikokapital behindert erheblich die Etablierung neuer Technologien oder Geschäftsmodelle in diesen Branchen. Diese Bestimmung in ihrer generellen Form hat durch Liberalisierung, Entwicklung neuer Technologien und das Aufkommen neuer Businessmodelle an Sinn verloren, verhindert aber dennoch die Beteiligung österreichischer Risikokapitalgeber an interessanten Investitionsprojekten.
- ◆ Darüber hinaus gibt es eine Reihe weiterer Einschränkungen wie z.B. bezüglich der zu verwendenden Finanzierungsinstrumente oder dem „timing“ von Beteiligungsgeschäften, die zu weiteren Hemmnissen führen.

Die MiFiG entspricht damit *strukturell* in vielen Bereichen *nicht* den internationalen Anforderungen des Beteiligungsgeschäfts und wird teilweise auch als Hemmnis für eine dynamische Entwicklung des österreichischen Risikokapitalmarktes angesehen [17]. Wenngleich es sich also bei § 5 Z. 14 i.V.m. § 6b KStG und den damit verbundenen Begünstigungen in anderen Bereichen des Steuerrechts lediglich um abgabenrechtliche Bestimmungen handelt, besteht doch insgesamt wirtschaftspolitisch dringender Bedarf, die faktisch dominierenden starren Vorgaben und Beschränkungen für die Beteiligungsgeschäfte zu flexibilisieren und auf die Anforderungen einer europäischen PE/VC-Industrie abzustimmen.

Dies ist freilich kein leichtes Unterfangen, zumal steuerliche Rahmenbe-

dingungen zur Belebung und Aufrechterhaltung des Risikokapitalmarktes nicht in Konflikt zum europäischen Beihilfenrecht stehen dürfen, was bei der MiFiG jedoch der Fall ist. Die *Europäische Kommission* (EK) hat daher seit 2002 [18] auf eine *rasche Abschaffung* der MiFiG gedrängt: Während die Kommissionsdienststellen zwar auf Ebene der Kapitalgeber (Investoren) offenbar keine beihilfenrechtliche Problematik sehen, zumal der Kauf von MiFiG-Aktien potentiell allen Anlegern offenstehe, gehen sie sehr wohl davon aus, daß auf Ebene der Unternehmen, in die die MiFiGs investieren, eine *Beihilfe* vorliegt: Durch Investitionsbeschränkungen sei die MiFiG in der Wahl ihres Portfolios nicht frei, sodaß nur bestimmte Unternehmen vom steuerbegünstigten Zugang zu Eigen- und Fremdkapital profitieren können [19]. Ob auf Ebene des (zwischenengeschalteten) Fonds (MiFiG) ebenfalls eine Beihilfe vorliegt, lassen die Kommissionsdienststellen offen.

Seitens des BMF wurde den Kommissionsdienststellen zugesagt, die bestehenden gesetzlichen Regelungen für MiFiGs mit 31. Dezember 2007 dahingehend zu ändern, daß MiFiGs nur noch bis 31. 12. 2007 gegründet werden dürfen [20]. Für ein wichtiges Kapitalmarktsegment würden damit *ab 1. 1. 2008* in Österreich nicht nur für das Beteiligungsgeschäft wenig geeignete, sondern gar *keine PE/VC-spezifischen rechtlichen Rahmenbedingungen für Fondsneugründungen* mehr bestehen. Aufgrund der Charakteristika des PE/VC-Geschäfts, in dem Vorlaufzeiten von ein bis zwei Jahren im Fundraising keine Seltenheit sind und die rechtlichen Rahmenbedingungen einen Teil der Geschäftsgrundlagen bilden, ist zeitlich dringender Handlungsbedarf gegeben. Dies kann sogar als eine Chance aufgefaßt werden, im Sinne des Regierungsprogramms moderne Rahmenbedingungen zu schaffen und den Finanzplatz Wien entscheidend zu stärken.

Ziel dieses Beitrages ist es, den Rahmen für ein solches PE/VC-Fondsvehikel – die „Wagnis- und Risikokapitalgesellschaft“ (WARG) – abzustecken. Wie zu zeigen sein wird, sollte die Einführung eines solchen Fondsvehikels

und der rechtlichen Begleitmaßnahmen im Rahmen eines eigenständigen Gesetzes, basierend auf internationaler „best practice“, erfolgen. Auch steuerliche Rahmenbedingungen für Private Equity und Venture Capital sollten sich am internationalen Umfeld orientieren, müssen aber freilich den beihilfenrechtlichen Anforderungen genügen [21].

2. Funktion und Wirkung von Private Equity und Venture Capital im Strukturwandel

Private Equity ist ein Finanzierungsinstrument, das dort ansetzt, wo die traditionelle Kreditfinanzierung versagt oder nicht ausreicht, um unternehmerische Entwicklungschancen realisieren zu können. Es richtet sich dabei an bestimmte Zielgruppen von Unternehmen und nutzt spezifische Instrumente, um bestehende Versagensmomente effektiv zu adressieren und erfolgreiche Investitionsprojekte durchzuführen. Auf diese Weise bietet es einen eigenständigen Investitionskanal, durch den Finanzierungsmittel von finanzkräftigen Financiers an PE/VC-Geber fließen und von diesen direkt in kleine und mittlere Unternehmen investiert werden.

Die *Fremdmittelmittelfinanzierung* kann versagen

- ◆ bei hohen Finanzierungsrisiken und unter Bedingungen fehlender oder asymmetrischer Information, wenn Fremdmittelgeber nicht mehr in der Lage sind, ihr Finanzierungsrisiko einzuschätzen und die Unternehmen in geeigneter Weise für die Kreditvergabe auszuwählen. Fremdmittelgeber können ihre Selektionsfunktion nicht mehr wahrnehmen;
- ◆ wenn Fremdmittelgeber Finanzierungsrisiken nicht mehr richtig einschätzen können und sich auf jene Projekte zurückziehen, die bewertbar bleiben oder deren Risiken durch Sicherheiten bedeckt werden können. Für alle anderen Projekte reagieren Fremdmittelgeber mit Mengenanstatt mit Preisreduktion (Kreditmarktrationierung) und können ihrer Finanzierungsfunktion nicht mehr nachkommen.

[17] „While the framework might have been initially effective in creating a basic VC market, it appears deficient for the market's further development.“, *OECD* (2005), S.112.

[18] In einem Schreiben an die ständige Vertretung Österreichs bei der Europäischen Union vom 27. 3. 2002 stuft die Generaldirektion „Wettbewerb“ erstmals das MiFiG-Konzept vorläufig als Beihilfe gemäß Art. 87 Abs. 1 EG ein und will der Europäischen

Kommission (EK) „zweckdienliche Maßnahmen“ vorschlagen, die die Abschaffung der Steuerbegünstigung vorsehen.

[19] Die Kommission verweist diesbezüglich auf das Urteil des Europäischen Gerichtshofes vom 19. September 2000 in der Rechtssache C-156/98, Deutschland gegen Kommission, in dem der Gerichtshof betont hat, daß Maßnahmen, die mittelbar die Stellung eines Unternehmens gegenüber seinen

Mitbewerbern stärken, als Beihilfen anzusehen sind.

[20] Legistisch umgesetzt im Budgetbegleitgesetz 2007.

[21] Für eine Übersicht zur Beihilfenproblematik der Förderung der Risikofinanzierung siehe auch *Hofmann / Kofler* (2003), S. 489 ff.

Risikokapitalgeber setzen genau an diesen Punkten mit unterschiedlichen Instrumenten an, um bestehendes Marktversagen zu kompensieren:

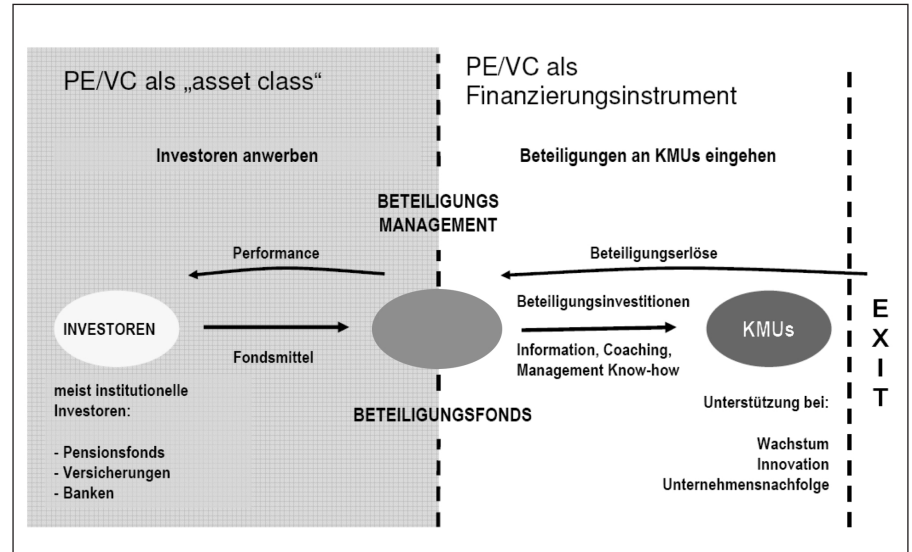
- ◆ Anhand ihrer spezifischen Fertigkeit und spezialisierten Erfahrungen, unterstützt durch externe Experten, unterziehen sie potentielle Beteiligungsunternehmen eingehenden Prüfungen, die die Grundlage der Investitionsentscheidungen bilden. Risikokapitalgeber übernehmen damit die Selektionsfunktion, die Fremdmittelgeber nicht mehr wahrnehmen können;
- ◆ investiert wird Eigenkapital, das einerseits – nach Bedienung des Fremdkapitals – voll am Unternehmenserfolg partizipiert, andererseits in seiner Befriedigung voll hinter dem Fremdkapital zurücksteht und damit primärer Träger des Unternehmensrisikos ist. Aufgrund dieser klassischen Risikoposition des Eigenkapitals ist es auch mit ausgedehnten Informations- und entsprechenden Einflußmöglichkeiten ausgestattet, um eine hohe Disziplin bei der Verfolgung der Unternehmensziele sicherzustellen. Auf diese Weise wird das Management auch hoher Finanzierungsrisiken im Portfolio erleichtert und die Risikokapitalgeber können ihrer Finanzierungsfunktion nachkommen;
- ◆ neben der Selektions- und Finanzierungsfunktion übernehmen PE/VC-Geber aber auch eine Mehrwertfunktion, die hauptsächlich darauf gerichtet ist, die geplante Ertragsrate des Investitionsprojekts und damit den Pay-off für die Beteiligungsunternehmen zu vergrößern. PE/VC-Geber bringen sich dazu aktiv durch Beratungs-, Informations- und Vermittlungsdienste in die Unternehmensentwicklung ein und haben darüber hinaus positive Signalwirkung. Aufgrund der Eigenkapitalfinanzierung sinkt für Kreditgeber das Finanzierungsrisiko, sodaß Fremdmittelfinanzierung wieder leichter möglich wird.

Das Funktionsmodell von PE/VC erfordert aber nicht nur die Fähigkeit, erfolgreich Beteiligungsinvestitionen einzugehen, es müssen dafür auch die notwendigen Mittel aufgebracht und durch Veräußerung der Beteiligungen wieder an die Investoren zurückgeführt werden.

Es gibt allerdings eine ganze Reihe von Faktoren, die bestimmend dafür sind, ob die Mittel tatsächlich in der skizzierten Weise fließen und das reibungslose Funktionieren eines vorbörslichen Beteiligungskapitalmarktes gewährleisten. Es müssen

1. geeignete Fondsstrukturen für Beteiligungsinvestitionen eingerichtet,

Abb. 3: Funktionsmodell von Private Equity



2. kompetente und engagierte Investoren erschlossen,
3. Beteiligungen in einem hoch entwickelten Umfeld aus interessanten Investitionsalternativen, ergänzenden Dienstleistern, kompetenten Syndizierungspartnern und öffentlichen Impulsmaßnahmen eingegangen und
4. auf funktionsfähigen Kapitalmärkten wieder veräußert werden können.

Erst dann kann PE/VC seinen volkswirtschaftlichen Nutzen entfalten und einen Investitionskanal bieten, durch den Mittel von institutionellen Investoren über PE/VC-Fonds direkt an kleine und mittlere Unternehmen fließen, um Wachstum und Innovation zu ermöglichen und wirtschaftlichen Strukturwandel zu erleichtern. Während sich die Punkte 2. und 3. auf das Verhalten der Marktteilnehmer beziehen, formuliert Punkt 1. eine zentrale Aufgabe der Politik, die ihrerseits wesentliche positive Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte (Punkt 4.) haben kann.

3. Die Bedeutung der Risikokapitalfinanzierung im Lichte empirischer Studien

3.1. Methoden und Ergebnisse internationaler Impact Studies

Die Mehrzahl der internationalen „Impact Studies“ zielt auf den Nachweis eines von der allgemeinen Selektions- und Finanzierungsfunktion unabhängigen kausalen Mehrwerteffekts der PE/VC-Beteiligung auf die Performance der Unternehmen nach der Finanzierungsentscheidung. Sie weisen überwiegend auf positive Effekte der PE/VC-Finanzie-

rung hin [22]. Auswirkungen zeigen sich vor allem im Hinblick auf das Beschäftigungswachstum, die Patentleistung und auf Indikatoren wie z.B. die Investitionstätigkeit oder die Exportquote. Aufgrund unterschiedlicher methodischer Ansätze sowie einer häufig noch sehr dürftigen Datenbasis sind diese Befunde oft nicht eindeutig oder allgemein abgesichert.

Das Ausmaß, in dem Projekte für die PE/VC-Finanzierung erschlossen werden können, hängt im wesentlichen von drei Faktoren ab:

1. Position der Finanzierungsgrenze herkömmlicher Instrumente der Fremdmittelfinanzierung;
2. akkumulierte Erfahrung und allgemeiner Entwicklungsstand des PE/VC-Marktes sowie der Märkte für ergänzende Dienstleistungen (z.B. Vertragsgestaltung, Unternehmensbewertung, Unternehmensberatung etc.);
3. Besonderheiten der auf den PE/VC-Markt abgestimmten institutionellen Rahmenbedingungen, wie z.B. das Gesellschaftsrecht, die steuerliche Behandlung der Beteiligungsgesellschaften, aber auch die Exitbedingungen und das Umfeld an institutionellen Investoren (etwa Verfügbarkeit und Engagement von Versicherungen, Pensionsfonds etc.).

Die Interpretation der internationalen Impact Studies zeigt folgende Ergebnisse:

[22] Für einen Überblick siehe Gloden / Jud / Peneder (2004).

- ◆ PE/VC hat eine große Bedeutung für die wirtschaftliche Entwicklung von Wachstumsunternehmen, die von Kreditmarktrationierung betroffen sind. Beteiligungskapital sichert ihr weiteres Bestehen, sorgt für steigende Investitionstätigkeit, forciert F&E-Anstrengungen und führt zu kräftigem Umsatz- und Beschäftigungswachstum auch im Vergleich zu Kontrollgruppen;
- ◆ neben der reinen Finanzierungsfunktion dürfte PE/VC auch mit einer Mehrwertfunktion verbunden sein, die sich z.B. in einem bewußten Aufbau von materiellen und immateriellen Assets, einer geringeren Wahrscheinlichkeit des Scheiterns von Beteiligungsunternehmen sowie einer signifikant höheren Kapitalaufbringung im Rahmen von IPOs (immer im Vergleich zu Kontrollgruppen) niederschlägt;
- ◆ auch könnten sich aus der Beteiligungsfinanzierung erhebliche Auswirkungen auf die Innovationsaktivitäten ergeben. Hier sind die empirischen Ergebnisse allerdings uneinheitlich. Erst eine umfassendere und in ihrer Anordnung anspruchsvollere empirische Untersuchung kann weitere Aufschlüsse bringen.

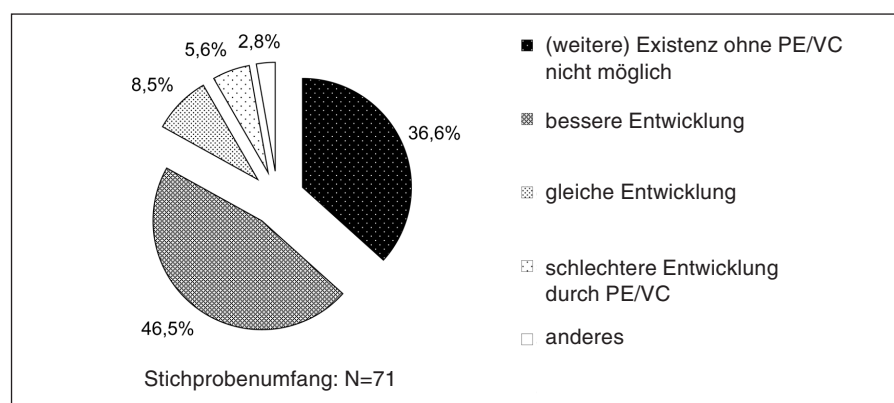
3.2. Ergebnisse für Österreich

In einer empirischen Untersuchung zu den Impacts von Private Equity in Österreich wurde umfassend erhoben, wie sich die PE/VC-Finanzierung auf die Unternehmensentwicklung auswirkt [23]. Die Studie umfaßt neben den Ergebnissen einer Unternehmensbefragung auch eine quantitative Untersuchung von Sekundärdaten über die Entwicklung PE/VC-finanzierter und nicht PE/VC-finanzierter Zwillingsunternehmen, die durch ein ökonomisches Matchingverfahren erhoben wurden.

Einen groben Überblick über die Ergebnisse der Unternehmensbefragung liefert Abbildung 4.

Die Tatsache, daß die Mehrzahl der Unternehmen ohne diese Beteiligung nicht in der Lage gewesen wäre, die angestrebten Wachstumsziele zu finanzieren bzw. ohne sie nicht mehr existieren würde, ist eine *in der ökonomischen Bedeutung entscheidende Wirkung* der PE/VC-Finanzierung. Das Ergebnis für Österreich ähnelt jenen aus internationa-

Abb. 4: Auswirkung der PE/VC-Finanzierung auf die Entwicklung des Unternehmens (Angaben in %)



Quelle: Peneder et al. (2006)

len Studien: So berichtet z.B. die European Private Equity and Venture Capital Association [24] in einer europaweiten Befragung, daß 39% der befragten MBOs und MBIs bzw. 57% der befragten VC-finanzierten Unternehmen angeben, daß sie ohne diese Finanzierung nicht (mehr) existieren würden. Rund 38% bzw. 45% sind zumindest überzeugt, daß ihr Unternehmen ansonsten langsamer gewachsen wäre.

Die österreichischen Ergebnisse aus der quantitativen Impact-Analyse zeigen überdies, daß PE/VC-finanzierte Unternehmen im Durchschnitt innovativer sind und ihre Exporte schneller ausweiten als andere Unternehmen [25]. Die unterschiedlichen Entwicklungen in bezug auf den Umsatzanteil von Produktinnovationen und das durchschnittliche jährliche Wachstum der Exporte sollten aber als allgemeine Selektionseffekte und nicht als spezifische Impacts der PE/VC-Finanzierung interpretiert werden. PE/VC-Beteiligungen per se machen die Unternehmen nicht innovativer. Vielmehr wird die Tatsache widerspiegelt, daß gerade überdurchschnittlich innovative und exportorientierte Unternehmen durch PE/VC finanziert werden.

Ein weiteres Ergebnis besteht darin, daß PE/VC-finanzierte Unternehmen im Durchschnitt schneller wachsen (Umsatz, Beschäftigung) als Unternehmen in vergleichbaren Kontrollgruppen. Diese Impacts umfassen sowohl kausale Effekte im Sinne der Mehrwertfunktion von aktiv gemanagten Beteiligungen als auch PE/VC-spezifische Selektionseffekte, die

auf die besonders sorgfältige Prüfung und Auswahl der Projekte im Rahmen der due diligence zurückgehen. Der Wertebereich aller Impact-Faktoren liegt zwischen 0,5 und 3,4: Selbst der kleinste der ermittelten Impact-Faktoren bedeutet, daß für Unternehmen mit PE/VC-Beteiligung ein um mindestens 50% höheres Wachstum (Umsatz, Beschäftigung) erwartet werden kann als in vergleichbaren Kontrollgruppen ohne PE/VC-Beteiligung.

4. Eine neue Fondsstruktur zur Private Equity und Venture Capital-Finanzierung in Österreich

Für das Bestehen eines funktionierenden Risikokapitalmarktes sind, neben einer Reihe anderer Maßnahmen, Beteiligungsfonds unverzichtbar. Die Funktion von Beteiligungsfonds liegt in der Zusammenführung von Kapitalangebot und -nachfrage; als spezialisierte Intermediäre bringen die – regelmäßig von einer Managementgesellschaft verwalteten – Fonds Investoren und kapitalnachfragende Unternehmen zusammen [26].

Angesichts der Zielsetzungen des Regierungsprogramms und des Auslaufens des besonderen MiFiG-Steuerregimes scheint die *Schaffung eines rechtlichen Rahmens für ein PE/VC-Fondsvehikel unumgänglich*. Dies könnte durch die Einführung eines neuen Fondsvehikels – der „Wagnis- und Risikokapitalgesell-

[23] Peneder / Jud / Schwarz (2006).

[24] EVCA (2001, 2002).

[25] Im Rahmen eines zweistufigen statistischen Matchingverfahrens wurde der Ein-

fluß möglicher Selektionsverzerrungen (z.B. durch die Rechtsform, Branche, regionale Verteilung, Alter- und Größenstruktur, Bonität, ausgewählte Bilanzkennzahlen, sowie

Innovationstätigkeit und internationale Ausrichtung der Unternehmen) kontrolliert.

[26] Peneder / Wieser (2002).

schaft“ (WARG) – für Private Equity und Venture Capital im Rahmen eines eigenständigen Gesetzes erfolgen. Eine auch steuerrechtlich beihilfenrechtskonform gestaltete WARG als spezielles Fondsvehikel sollte sich an internationaler „best practice“ im Beteiligungsgeschäft orientieren. Solcherart stärkt sie als transparente, anreizkompatible und performancestarke Geschäftsstruktur den österreichischen Risikokapitalmarkt, den Finanzplatz Wien und in Folge den Wirtschaftsstandort Österreich, da sie österreichischen Unternehmen den Zugang zu *im Inland verwaltetem* Risikokapital ermöglicht.

Um dieses Ziel zu erreichen, sollte sich ein spezifisches PE/VC-Gesetz an der inhaltlichen Bestimmung und Abgrenzung des Beteiligungsgeschäfts sowie dessen effizienten Abläufen orientieren und auf die wichtigen Wesensmerkmale des PE/VC-Geschäfts abstellen. Diese lassen sich kurz folgendermaßen umreißen: Fondsinvestoren und das PE/VC-Managementteam schließen einen umfassenden Syndikats- bzw. Beteiligungsvertrag ab, meist mit einer festen Laufzeit von 10–12 Jahren, in dem Rechte und Pflichten der Partner genau festgelegt werden. Kernstück dieser Vereinbarung sind neben der Investitionsstrategie und den Veranlagungsrichtlinien Bestimmungen über die Art des Mittelzuflusses sowie Regeln im Hinblick auf den Ausstieg (Deinvestment) der Investoren. Um eine hohe Transparenz der Geschäftsprozesse zu gewährleisten, ist das Managementteam meist nicht Teil des Fonds, sondern in einer davon getrennten Managementgesellschaft organisiert.

Es wird üblicherweise ein eigener Managementvertrag zwischen dem Fonds und der Managementgesellschaft abgeschlossen, der unter anderem die Entlohnung des Managements sowie die Steuerung der Zahlungsströme zwischen den Vertragspartnern regelt. Für den Aufbau der für das Beteiligungsgeschäft nötigen Infrastruktur und zur Finanzierung des laufenden Betriebs erhält das Managementteam über die Laufzeit der Managementverträge ein Entgelt („management fee“), das üblicherweise auf Basis des Fondsvolumens berechnet wird. Die Fondsinitiatoren und oft auch die „Sponsoren“ des Fonds sind natürliche Personen und zum Teil identisch mit dem Managementteam. Die Sponsoren sind typischerweise ebenfalls am Fonds beteiligt und signalisieren den Anlegern damit ihre Überzeugung von der Vorteilhaftigkeit der Investments; sie erhalten aber aufgrund ihrer Branchenerfahrung und ihrer Reputation auf Basis des Managementvertrages einen überproportionalen Anteil an den Fondserlösen („carried inter-

est“ oder „carry“). Der „carry“ wird als Prozentsatz der Veräußerungserlöse des Fonds nach Abzug der ursprünglich dotierten Mittel plus einer Verzinsung zu einem ex ante vereinbarten Satz („hurdle rate“ oder „hurdle“) bemessen. Mit dem Abtreten bestimmter Gewinnanteile schaffen die Investoren starke Anreize, die Geschäftsverläufe in ihrem Sinne und gemäß ihrer Interessen abzuwickeln. Der „carry“ ist damit ein wichtiges Corporate Governance-Instrument der Fondsinvestoren im PE/VC-Geschäft. Die Mittel der Fondsinvestoren werden in den PE/VC-Fonds meist nicht sofort einbezahlt, sondern zunächst kommitiert und erst bei tatsächlichem Bedarf auf Abruf des Managements („capital calls“) eingeschossen. Das Managementteam sorgt dadurch nur in sehr beschränktem Umfang für die kurzfristige Veranlagung liquider Mittel („cash management“) und kann sich auf seine eigentliche Aufgabe konzentrieren, d.h. die Beteiligungsinvestitionen durchzuführen. Um Abwicklungskosten zu reduzieren, finden „capital calls“ in der Praxis nicht für jedes einzelne Investment statt, sondern regelmäßig quartalsweise oder halbjährlich auf Basis von geplanten Zahlungsströmen. Wird ein Exit durchgeführt, werden umgekehrt die Abschichtungserlöse abzüglich anstehender „capital calls“ sowie des „carry“ unmittelbar an die Investoren zurückbezahlt. Den organisatorischen Rahmen zur Umsetzung der Managementverträge bilden die Fondsstrukturen; diese zumeist geschlossenen Fonds ermöglichen das Poolen, das Investieren und das Rückführen von Fondsmitteln während der 10–12jährigen Laufzeit der Verträge in geordneter Weise.

Vor diesem Hintergrund muß daher eine neue Fondsstruktur für PE/VC im Rahmen einer inhaltlichen Bestimmung und Abgrenzung von PE/VC auf wichtige Wesensmerkmale des Beteiligungsgeschäfts abstellen. Diese *Kernelemente* sind:

- ◆ Bereitstellung von Eigenkapital bzw. die Beteiligung am Firmenwert und an den Stillen Reserven von Unternehmen: Im Zuge von PE/VC-Finanzierungen kommen oft auch andere Finanzierungsinstrumente, meist in Form von Mezzaninkapital (nachrangige, unbesicherte Darlehen), zum Einsatz; dies sollte auch für die WARG nicht ausgeschlossen sein, zumal ein nur im Zusammenhang mit einer Eigenkapitalfinanzierung gewährtes Gesellschafterdarlehen keine Bankkonzession erfordert.
- ◆ Konzentration auf „Private“ im Gegensatz zu „Public“ Equity: WARGs sollten Beteiligungen, die an einer anerkannten Börse (im Sinne des § 2

Z. 32 BWG) notieren, erwerben dürfen, das (zu Anschaffungskosten bewertete) Gesamtausmaß solcher Beteiligungen im Verhältnis zum gesamten in der WARG kommitierten Kapital sollte jedoch – mit der Möglichkeit zeitlich befristeter Überschreitungen – gering bleiben.

- ◆ Exitorientierung der Beteiligungsgeber bzw. zeitliche Befristung, mit der Beteiligungen eingegangen werden: Um die Exitorientierung der WARG festzulegen bzw. die Bildung von Konzernstrukturen zu verhindern, könnte die Lebensdauer der WARG anhand international üblicher Fondslaufzeit (im Ausmaß von 10 bis 12 Jahren) beschränkt werden. Aus wirtschaftlichen Gesichtspunkten sollte eine gesetzliche Mindestbeholdendauer für die Beteiligungsunternehmen der WARG vermieden werden.
- ◆ Aktives, durch das Fondsmanagement betriebenes Beteiligungsgeschäft: PE/VC bedeutet erfolgversprechende Beteiligungen auszuwählen, Investments in geeigneter Weise zu strukturieren, die Unternehmen über die Beteiligungslaufzeit zu betreuen, damit Wert zu schaffen und erst nach mehreren Jahren wieder zu veräußern. Rechtliche Bestimmungen, die das Auswählen von Beteiligungsunternehmen und das Strukturieren von Investments einschränken (z.B. Brancheneinschränkungen, geographische Beschränkungen, prozentuelle Höchstgrenzen für Beteiligungen etc.), sollten für die WARG vermieden werden. Mit dem Verzicht auf solche Bestimmungen können portfoliotheoretische Performancetechniken – im Gegensatz zur bisherigen MiFiG-Fondsstruktur – eingesetzt werden, um bestehende Ertragspotentiale voll auszuschoöpfen und durch Diversifikation Risiko zu kontrollieren bzw. minimieren. Verzerrungen werden vermieden und die inneren Funktionsmechanismen des PE-Geschäfts bleiben unberührt.

Zu vermeiden gilt es allerdings, daß PE/VC-Fonds als „Veräußerungsvehikel“ für Beteiligungen genutzt werden, die z.B. in Holdingstrukturen gehalten werden. Die Möglichkeit, bestehende Beteiligungen als Sacheinlagen in eine WARG einzubringen, sollte daher ausgeschlossen werden [27].

[27] Diese Bestimmung dient gemeinsam mit der festen Fondslaufzeit zur Abgrenzung von PE/VC-Fonds gegenüber Holdingkonstruktionen.

4.1. Aufsichts- und bankenrechtliche Aspekte

4.1.1. Auf Ebene des PE/VC-Fonds

Das PE/VC-Geschäft ist in Österreich nur äußerst unzureichend in die kapitalmarktrechtlichen Strukturen eingebettet [28]. Dies erklärt sich schon daraus, daß aufgrund der relativ späten Entwicklung des PE/VC-Geschäftes die rechtlichen Grundlagen ohne Blick für die – womöglich noch nicht abzusehenden – Bedürfnisse des Beteiligungskapitalgeschäfts formuliert wurden. Beispiele für die mangelnde Berücksichtigung des Beteiligungsgeschäfts bieten insbesondere das Bankwesengesetz (BWG) und das Wertpapieraufsichtsgesetz (WAG). Die Formulierung dieser beiden Rechtsquellen ließe es durchaus zu, auch das PE/VC-Geschäft als erfaßt anzusehen, ohne daß sich daraus wirklich sinnvolle Regelungsgrundsätze ergeben würden. So definiert etwa § 1 BWG das Bankgeschäft und erfaßt in seinem Abs. 1 Z. 15 „das Finanzierungsgeschäft durch Erwerb von Anteilsrechten und deren Weiterveräußerung (Kapitalfinanzierungsgeschäft)“. Auf Basis dieser Formulierung erscheint es daher auf den ersten Blick nicht ausgeschlossen, daß auch das PE/VC-Geschäft unter die Bankgeschäfte fällt und damit der Konzessionspflicht sowie den damit verbundenen Voraussetzungen und aufsichtsrechtlichen Verpflichtungen unterliegt. Aus mehreren Gründen kann allerdings bezweifelt werden, ob Sinn und Zweck dieser Bestimmung eine solche Auslegung rechtfertigen, zumal das PE/VC-Geschäft vom Wesen her kein Banken-Kreditgeschäft darstellt. Ziel des § 1 Abs. 1 Z. 15 BWG ist es nämlich, eine Umgehung des Kreditgeschäftes durch Nichtbanken zu verhindern (Beteiligung statt Kreditvergabe). So weisen etwa *Chini / Frölichsthal* [29] darauf hin, daß bereits im Zuge der KWG-Novelle 1986 festgehalten wurde, daß Holdinggesellschaften, deren Hauptzweck nicht auf Finanzierung gerichtet ist, keiner Konzession für das Kapitalbeteiligungs-(Kapitalfinanzierungs-)geschäft bedürfen. Folgerichtig

schließen *Diwok / Göth* [30], daß Gesellschaften wie PE/VC-Unternehmen, die primär Strategien umsetzen und Managementfunktionen übernehmen, i.d.R. nicht unter Z. 15 fallen. Die Geschäftstätigkeit ersetzt in wirtschaftlicher Betrachtung die Kreditgewährung an das „finanzierte Unternehmen“. Dem ist schon deshalb beizupflichten, weil in teleologischer Hinsicht erhebliche Unterschiede zwischen dem Bankengeschäft und dem PE/VC-Finanzierungsgeschäft bestehen, die einer Subsumtion unter § 1 Abs. 1 Z. 15 BWG entgegenstehen:

- ◆ Die Bestimmungen des BWG sind auf Finanzinstitute zugeschnitten, die überwiegend Fremdkapitalfinanzierung durch besicherte Kredite anbieten, wohingegen PE/VC-Geber Eigenkapitalfinanzierung betreiben, die in vollem Umfang unternehmerischen Risiken unterliegt [31].
- ◆ Die – insbesondere aufsichtsrechtlichen – Bestimmungen des BWG sind auf die Risiken des Bankengeschäfts zugeschnitten, die sich unter anderem durch die Trennung der Mittelaufbringungen und der Mittelverwendung ergeben. Banken bieten im Rahmen ihrer unterschiedlichen Produkte eine Vergütung für Mitteleinlagen an, die mit der Mittelverwendung und den daraus erzielten Rückflüssen völlig unverbunden ist. Die Aufsicht hat hier im volkswirtschaftlichen Interesse für einen entsprechenden Risikoausgleich zu sorgen. Im PE/VC-Geschäft sind dagegen die Mittelaufbringung und die Mittelverwendung direkt gekoppelt. Die Investoren in PE/VC sind sich in vollem Umfang über die Mittelverwendung und die damit verbundenen Risiken bewußt und haben PE/VC aktiv als eine Veranlagungsalternative gewählt.
- ◆ Darüber hinaus verfolgen die Konzessionspflicht und die damit verbundenen aufsichtsrechtlichen Bestimmungen vor allem den Schutz der Kleinanleger, denen im Gegensatz zu professionellen Investoren keine

umfassende und laufende Kontrolle ihrer Anlagen zuzumuten ist. Genau dieses Schutzmotiv ist aber bei PE/VC in den meisten Fällen nicht erfüllt, da Beteiligungskapitalfonds zum überwiegenden Teil von institutionellen Investoren oder gut informierten privaten Anlegern erworben werden.

Neben den bankenrechtlichen Vorgaben sind zudem die Rahmenbedingungen der Wertpapieraufsicht zu beachten. Welche Unternehmen als Wertpapierdienstleistungsunternehmen gelten und eine Konzession nach dem Wertpapieraufsichtsgesetz (WAG) benötigen, legt (noch) § 19 WAG fest. Da sich der Entwurf des WAG 2007, mit dem die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie [32] (MiFID) der EU in österreichisches Recht umgesetzt wird, in Begutachtung befindet und mit 1. November 2007 in Kraft treten soll, werden statt einer Diskussion der gegenwärtigen Rechtslage die Konsequenzen der MiFID-Novelle diskutiert. PE/VC-Gesellschaften können davon erfaßt werden, wenn sie einerseits über keine Bankkonzession verfügen und andererseits über eine Managementgesellschaft verfügen, die von ihnen organisatorisch getrennt ist. Ein Expertenbericht der Europäischen Kommission weist darauf hin, daß viele Regelungen für das PE/VC-Geschäft nicht sinnvoll anwendbar sind, und empfiehlt daher, im nationalen Umsetzungsprozeß die spezifischen Charakteristika des PE/VC-Geschäfts zu berücksichtigen [33].

Die WARG selbst würde nicht dem WAG 2007 unterliegen, da sie keine Wertpapierdienstleistungen oder Anlage-tätigkeiten im Sinne des Gesetzes erbringt. Die Managementgesellschaft – sofern sie nicht Komplementär der WARG ist, was in der Regel der Fall sein wird – hingegen könnte aufgrund des Vertriebs der Kommanditeinlagen der WARG, welche eine Veranlagung gemäß § 1 Abs. 1 Z. 3 Kapitalmarktgesetz (KMG) ist, dem WAG 2007 unterliegen und unter Umständen eine Konzession benötigen [34]. Um – unabhängig von

[28] Die Tax and Legal Benchmarking Papers der EVCA reihten Österreich im europäischen Vergleich bezüglich der steuerlichen und rechtlichen Umfeldbedingungen 2003 mit einem Wert von 2,53 an die letzte (von 16), 2004 mit einem Wert von 2,42 an die drittletzte Stelle (von 22) (die Bewertung reichte von 1 = „more favourable“ bis 3 = „less favourable“). 2006 wurde Österreich nur deshalb mit einem deutlich besseren Wert von 1,74 an die elfte Stelle (von 26) gereiht, weil einerseits allgemeine Maßnahmen der Steuerreform 2004/05 als Verbesserung für PE/VC-Strukturen gedeutet wurden und andererseits die Maßnahmen als ein Versuch

für einen Aufholprozeß gedeutet wurden, der, wie die Diskussion um die Fondsstrukturen zeigt, tatsächlich noch nicht eingeleitet wurde.

[29] *Chini / Frölichsthal* (1997), § 1 Rz. 55.

[30] *Diwok / Göth* (2005), § 1 Rz. 94, 95.

[31] Kredit- oder Bankgeschäft ist „downside hedging“ – die Kreditvergabe stellt auf Sicherheiten und Bonität ab. PE/VC ist „upside management“ – Beteiligungskapital erfordert Wachstum und das damit verbundene unternehmerische Risiko.

[32] Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 21. 4.

2004 über Märkte für Finanzinstrumente (Abl. Nr. L 145 vom 30. 4. 2004, S. 1 ff.) einschließlich der dazugehörigen Durchführungsmaßnahmen.

[33] *Europäische Kommission* (2006), S. 24.

[34] Dies wäre dann der Fall, wenn Anteile gem. § 1 Z. 3 KMG in die Liste der Finanzinstrumente aufgenommen würden. Nimmt die Managementgesellschaft für den Vertrieb die Leistung Dritter in Anspruch, würde sie keine Konzession, wohl aber einen Gewerbeschein benötigen.

der Konzessionsproblematik – weitere durch Anlegerschutz bzw. Wohlverhaltensregeln verursachte hohe administrative Hürden für die Managementgesellschaft zu vermeiden [35], wäre es im Sinne der Rechtssicherheit zielführend, natürliche bzw. juristische Personen, deren ausschließlicher Geschäftsgegenstand die Verwaltung (samt damit verbundene Nebentätigkeiten) einer WARG ist, *explizit von den Bestimmungen des WAG 2007 auszunehmen*.

Gleich wie bei der Bankenkonzession und den damit verbundenen aufsichtsrechtlichen Bestimmungen dienen auch die Konzession und die Wohlverhaltensregeln nach dem WAG vor allem dem Schutz der Kleinanleger. Genau dieses Schutzmotiv ist aber bei PE/VC nicht zu erkennen, da Beteiligungskapitalfonds zum überwiegenden Teil von institutionellen und damit professionellen Investoren erworben werden.

Vor diesem Hintergrund wäre es daher anzustreben, daß *schlanke ordnungspolitische Regelungen* geschaffen werden.

Um weitere Konflikte mit Aspekten des Konsumentenschutzes zu vermeiden, sollte die *Mindestinvestitionssumme von EUR 50.000* (Grenze, ab der ein öffentliches Angebot nicht der Prospektpflicht unterliegt) [36] vorgesehen werden.

4.1.2. Ebene der institutionellen Investoren

Zur Stärkung des österreichischen Risikokapitalmarktes müssen auch die rechtlichen Rahmenbedingungen dahingehend verbessert werden, daß institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensions- und Mitarbeitervorsorgekassen verstärkt PE/VC-Investitionen tätigen [37]. Dadurch würde sowohl die Rentabilität der Veranlagungen institutioneller Investoren, als auch die Bereitstellung von Eigenkapital für entwicklungsstarke KMUs unterstützt werden. Zutreffend weist auch die Präambel der „Richtlinie über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen zur betriebli-

chen Altersversorgung“ darauf hin, daß die Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung als sehr langfristige Investoren mit geringen Liquiditätsrisiken in der Lage sind, „in nicht liquide Vermögenswerte, wie Aktien, sowie innerhalb bestimmter durch das Vorsichtsprinzip gesetzter Grenzen in die Risikokapitalmärkte zu investieren. Sie können auch Vorteile aus der internationalen Diversifizierung ziehen. Anlagen in Aktien, Risikokapitalmärkten und anderen Währungen als die ihrer Verbindlichkeiten sollten deshalb nicht eingeschränkt werden, es sei denn aus aufsichtsrechtlichen Gründen“ [38]. *Grabenwarter / Weidig* weisen darauf hin, daß sich durch Veranlagungen in Dachfonds das Risiko, Kapital zu verlieren, praktisch ausschließen läßt [39]. Die Renditeverteilung ähnelt jener von Marktindices öffentlicher Börsen [40].

Überlegungen zu einem neuen Fondsvehikel könnten daher auch zum Anlaß genommen werden, die bestehenden Hürden in der Investitionsfreiheit von Versicherungen, Investmentfonds, Mitarbeitervorsorgekassen und Investments im Rahmen der steuerlich begünstigten Zukunftsvorsorge zu überdenken. Derzeit stellen die Veranlagungsbestimmungen stark auf die Veranlagung in börsennotierte Wertpapiere ab. Würde ein neues Fondsvehikel auf Basis einer vermögensverwaltenden Personengesellschaft eingerichtet, würden die administrativen Kosten von Investments sogar noch weiter zunehmen [41].

Von der grundsätzlichen Börsenfokussierung bestehen im Rahmen des § 79 Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) bzw. des § 2 Abs. 1 Z. 2 lit. c der Kapitalanlageverordnung 2002 [42] Ausnahmebestimmungen, die zur Bedeckung versicherungstechnischer Rückstellungen auch Investments in nicht börsennotierte Aktien bzw. GmbH-Anteile zulassen, sofern sie kurzfristig veräußert werden können. Diese Ausnahme hat für PE/VC-Investments über MiFiGs aufgrund der mittelbis langfristigen Orientierung freilich

schon bisher kaum Bedeutung und würde die WARG schon aus Gründen der Rechtsform nicht erfassen [43]. Es wäre daher erstrebenswert, daß die Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) im Rahmen einer neuen Verordnung eine eigene Veranlagungskategorie PE/VC mit einer Anrechnungsgrenze von zumindest 10% vorsieht.

Ausnahmebestimmungen von der strikten Börsenfokussierung sehen auch das InvestmentfondsG (InvFG) sowie das MitarbeitervorsorgeG (BMVG) vor (BMVG 10%, InvFG 10%). Wenngleich auch Investments in verbrieften Anteilen an PE/VC-Fonds unter diese Bestimmung fielen, hat dies praktisch regelmäßig schon deshalb keine Bedeutung, weil nach § 7 Abs. 3 InvFG der Wert der Veranlagung „jederzeit, zumindest aber zweimal im Monat genau bestimmt werden können“ muß. Abgesehen von den Schwierigkeiten der Auslegung des Begriffes „genau“ ergeben sich vor allem aus der Fristigkeit Probleme, da diese für PE/VC-Investments vollkommen unpassend ist. Da Investmentfonds gemäß § 20 nur in Wertpapiere, Geldmarktinstrumente und die anderen in § 20 Abs. 3 und § 21 genannte liquiden Finanzanlagen investieren dürfen, scheiden direkte Investments in die WARG aufgrund der Rechtsform aus [44]. Investitionen in „Andere Sondervermögen“ (§ 20a) führen jedoch dazu, daß der Kapitalanlagefonds nicht mehr die Bestimmungen der Richtlinie 85/611/EWG erfüllt (kein „OGAW“-Fonds mehr ist).

Um einen ausreichenden Zufluß von Investitionskapital in die österreichische PE/VC-Industrie und damit für KMUs mit hohem Entwicklungspotential zumindest zu ermöglichen, sollten daher geltende Investitionsrahmen auf die Erfordernisse der PE/VC-Industrie abgestimmt werden und Veranlagungen in WARGs ermöglichen. Die Bewertungsfrage könnte unter Rückgriff auf den internationalen Bewertungsstandard „International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines“, der von

[35] Selbst dem Geschäftsführer einer PE/VC-Managementgesellschaft oder Mitgliedern des Investitions-Komitee wird es kaum gelingen, sich als „professionelle Anleger“ (vergleichbar dem „qualifizierten Anleger“ gem. § 1 Abs. 2 KapitalmarktG) zu erklären.

[36] § 3 Abs. 1 Z. 9 KMG.

[37] Vgl. auch *Rat für Forschung und Technologieentwicklung*: „Dabei ist insbesondere der Zugang institutioneller Investoren wie z.B. Versicherungen und Pensionskassen zu diesen neuen PE/VC-Fonds sicherzustellen. Eine Anpassung der entsprechenden Veranlagungsbestimmungen (VAG, PKG, BMVG etc.) ist dazu erforderlich.“

[38] Erwägungsgrund 33 der Richtlinie 2003/41/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 3. Juni 2003 über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung, AB L 235/10 ff (23. 9. 2003).

[39] Vgl. *Grabenwarter / Weidig* (2005), S. 4: „However, a fund of funds investment nearly always returns the capital invested“.

[40] Vgl. *Grabenwarter / Weidig* (2005), S. 5: „The return distribution of a fund of funds looks similar to an index of an efficient public market; it has a symmetric distribution, not too pronounced fat tails and no total losses“.

[41] Diesfalls müßten eigene börsen-

notierte „feeder funds“ eingerichtet werden, zumal KG-Anteile nicht in Wertpapieren verbrieft sind. „Feeder funds“ sind Fondsvehikel, die nur der Erfüllung rechtlicher Voraussetzungen dienen, um PE/VC-Investments tätigen zu können.

[42] In der Fassung BGBl II 2006/289.

[43] Diese könnte nur unter den § 2 Abs. 1 Z. 7 der Kapitalanlageverordnung 2002 subsumiert werden, der im Rahmen einer Öffnungsklausel für solche Investments zumindest eine Deckungsstockfähigkeit im Ausmaß von 5% gewähren würde.

[44] Siehe FN 41.

der AFIC, BVCA und EVCA 2006 entwickelt wurde, erfolgen. Die Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation (AVCO) hat ebenfalls Standards zu den „Rechten und Pflichten des Fondsmanagements gegenüber den Investoren“ auf Basis internationaler „good practice“ empfohlen, in denen unter anderem auch Bewertungsfragen angesprochen sind [45].

Relativ PE/VC-freundlich sind die Veranlagungsvorschriften für Pensionskassen (PKG): Pensionskassen, die über ein von der FMA genehmigtes Risikomanagementhandbuch [46] verfügen, können gemäß § 25 Abs. 3 Z. 1 bis zu 70% des zugeordneten Vermögens in Aktien und sonstige Vermögenswerte (wie z.B. eine WARG) veranlagen, in Zusammenhang mit § 25 Abs. 6 wäre eine Pensionskasse mit 30% für Investments in eine WARG beschränkt. Ohne Risikomanagementhandbuch wäre eine Veranlagung in WARGs mit 5% ihres Vermögens beschränkt [47].

4.2. Gesellschaftsrechtliche Aspekte

Die derzeit (noch) übliche Fondsstruktur für PE/VC-Finanzierungen in Österreich ist die Mittelstandsfinanzierungs-AG gemäß § 5 Z. 14 i.V.m. § 6b KStG. Als AG unterliegt sie aktienrechtlichen Bestimmungen, die der erforderlichen Flexibilität der typischen Entscheidungs- und Abwicklungsstrukturen des PE/VC-Geschäftes freilich nicht Rechnung tragen. Dazu zählen beispielsweise die im Aktiengesetz festgelegten Aufgaben und Verantwortlichkeiten des Aufsichtsrats und damit die Aufgabe einer klaren Trennung von Entscheidungs- und Kontrollrechten. So sieht etwa § 95 Abs. 5 Z. 1 AktG vor, daß „Erwerb und Veräußerung von Beteiligungen“ an Unternehmen vom Aufsichtsrat genehmigt werden müssen. Zumal dies gerade ein Kernbereich der Tätigkeit des Fonds ist, ist das Prinzip der Trennung von Kontrolle und Entscheidung bei PE/VC-Fonds untergraben und birgt daher Interessenkonflikte zwischen Investoren und Management. Hinzu tritt, daß MiFiGs nach § 6 Abs. 1 Z. 2 KStG zumindest zu 75% durch Beteiligungsfondsgesellschaften oder andere Kreditinstitute gegründet werden müssen, sodaß bestimm-

ten Investorengruppen von vornherein eine dominierende Stellung eingeräumt wird. Das Prinzip der Kapitalerhaltung, durch das Aktiengesellschaften gekennzeichnet sind, stellt darüber hinaus ein Problem für das im PE/VC-Geschäft übliche „Capital call und return on Exit-Konzept“ dar, bei dem die Mittel der Investoren erst bei Bedarf in den Fonds eingeschossen und sofort nach einem Exit wieder an die Investoren zurückgeführt werden. Entnahmen zur Rückführung der Mittel an die Investoren können nur in Form von Gewinnausschüttungen (begrenzt durch die Höhe des Gewinns) und Kapitalherabsetzungen realisiert werden, was hohen administrativen Aufwand mit sich bringt.

Die gesellschaftsrechtlichen Rahmenbedingungen für Personengesellschaften bieten demgegenüber wesentlich mehr Flexibilität als jene für Aktiengesellschaften. Für eine zu schaffende WARG wäre es daher naheliegend, die *Rechtsform die Kommanditgesellschaft* nach §§ 161 ff. UGB vorzusehen. Dadurch lassen sich auch die inneren Funktionsmechanismen des PE/VC-Geschäfts einfacher und zu geringeren administrativen Kosten abbilden. Die KG bietet überdies die Möglichkeit, die Haftung der Investoren auf ihre Einlagen in den Fonds zu beschränken und damit Investitionssicherheit zu bieten. Die Rechtsform der Personengesellschaft bietet auch mehr Flexibilität bei der Kapitalaufbringung und Abschichtung, zumal einerseits die Pflicht, beim „capital call“ auch tatsächlich Finanzierungsmittel zuschießen zu müssen, rechtsverbindlich im Gesellschaftsvertrag verankert werden kann, und andererseits Entnahmen nach Maßgabe des Gesellschaftsvertrages ohne die spezifischen Kapitalerhaltungspflichten des Aktienrechtes auch ohne zeitliche Einschränkungen (z.B. mehrmals jährlich) möglich sind. Darüber hinaus werden derartige Fondsstrukturen, die dem Konzept der „limited partnerships“ aus dem angelsächsischen Raum ähnlich sind, international gut verstanden, zumal sie eine Art Standard des PE/VC-Geschäfts bilden. Das Einwerben internationaler Investoren in als WARG „aufgesetzte“ österreichische Fonds wird dadurch erleichtert.

4.3. Steuerliche Rahmenbedingungen

4.3.1. Steuerliche Anreize für Private Equity und deren Grenzen

Das österreichische Steuerrecht enthält – abgesehen von den Bestimmungen über die MiFiG in § 5 Z. 14 i.V.m. § 6b KStG – keine Sonderregelungen für PE/VC-Finanzierungen. Da MiFiGs jedoch nur mehr bis zum 31. 12. 2007 gegründet werden können [48], ist die weitere Entwicklung des Risikokapitalmarktes in Österreich gefährdet, da das Beteiligungsgeschäft in Österreich aufgrund der Steuerbelastung von Beteiligungsveräußerungserlösen besonders stark einem Doppelbesteuerungselement ausgesetzt ist, das in vielen anderen Ländern nicht besteht [49]. Um dieser Gefahr vorzubeugen, sollte die Schaffung einer WARG auch steuerlich in international kompetitive Rahmenbedingungen eingebettet werden. Dabei wäre sicherzustellen, daß diese erstens – im Lichte der bisherigen Begünstigungen für MiFiGs – aufkommensneutral erfolgen, daß zweitens die Gefahr einer unbilligen Nutzung derartiger Rahmenbedingungen für andere als die Kernzwecke ausgeschlossen ist, und daß sie schließlich sowohl den verfassungs- als auch den gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben genügen.

Der Hauptfokus muß dabei notwendigerweise auf der Frage der *steuerlichen Behandlung von Veräußerungs- und Liquidationserlösen* bei körperschaftsteuerpflichtigen Investoren liegen [50]. Wenngleich die Freistellung derartiger Gewinne ein Bestandteil einer internationalen „best practice“-Lösung sein müßte, würde sie freilich eine Abweichung vom derzeitigen Körperschaftsteuerrecht erfordern. PE/VC-Geber sind als Finanzinvestoren – anders als strategische Investoren (wie z.B. Holding-Gesellschaften oder Konzerne) – nicht an laufenden Beteiligungserträgen, sondern vor allem an Beteiligungsveräußerungserlösen interessiert (Exitorientierung). Um die wirtschaftliche Entwicklung ihrer Beteiligungsunternehmen nicht zu bremsen, schöpfen sie während der Beteiligungslaufzeit keine bzw. kaum Beteiligungserträge ab. Da allerdings das österreichische Steuersystem im nationa-

[45] AVCO (2005).

[46] Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) über Mindeststandards für das Risikomanagement bei Pensionskassen, BGBl II 2006/306, § 17.

[47] Siehe § 2 Abs. 2 der Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) über besondere Veranlagungsvorschriften für Pensionskassen, BGBl II 2006/361.

[48] Siehe bereits oben Kapitel 1.

[49] Anders als in Deutschland, den Benelux-Staaten, dem Vereinigten Königreich, Dänemark etc. verfügt Österreich im Inland nur über eine Steuerfreistellung von Beteiligungserträgen, die von Kapitalgesellschaften an Kapitalgesellschaften ausgeschüttet werden. Beteiligungsveräußerungserlöse, die ja zu einem guten Teil auf bereits

besteuerten, thesaurierten und wieder investierten Gewinnen beruhen, unterliegen in vollem Umfang der Körperschaftsteuer.

[50] Zu natürlichen Personen und der Begünstigung von laufenden Beteiligungserträgen und Veräußerungsgewinnen siehe ausführlich Achatz / Kofler (2003), S. 429 ff.

len Bereich nach § 10 Abs. 1 KStG nur für laufende Beteiligungserträge (insb. Dividenden) eine Steuerbefreiung vorsieht, wird die Wertsteigerung der Beteiligungsunternehmen bei Finanzinvestoren einer *Doppelbesteuerung* unterworfen: Einerseits unterliegen die Gewinne der Beteiligungsunternehmen selbst der Steuer, andererseits wird die diese Gewinne reflektierende Wertsteigerung in den Anteilen der Investoren an den Beteiligungsunternehmen steuerlich erfaßt, weshalb der vom Gesetzgeber verfolgte und durch § 10 Abs. 1 KStG für den laufenden Beteiligungsertrag verwirklichte Grundsatz der Einfachbesteuerung gerade im PE/VC-Bereich in besonderem Maße nicht verwirklicht ist. Basierend auf einem kurzen Überblick über die Regelungen ausgewählter EU-Mitgliedstaaten zur Ableitung der Anforderungen an einen „best practice“-Ansatz sollen abschließend einige Überlegungen zum österreichischen Steuerrecht im verfassungs- und gemeinschaftsrechtlichen Rahmen präsentiert werden.

4.3.2. Internationale Fondsstrukturen: Anforderungen an eine „best practice“-Lösung

Wesentliche Voraussetzung für die Entwicklung des PE/VC-Marktes sind geeignete steuerliche Rahmenbedingungen, die auch im internationalen Umfeld kompetitiv sein sollten. Während manche EU-Mitgliedstaaten weitgehend mit allgemeinen steuerlichen Regelungen das Auslangen finden (wie etwa die Niederlande) [51], bieten mehrere EU-Mitgliedstaaten explizite Steuerregime für spezielle PE/VC-Vehikel [52].

Steuerlich ist dabei eine grundsätzliche Unterscheidung zwischen transparenten und intransparenten Fondsstrukturen zu treffen: Bei *transparenten Fondsstrukturen* werden die Erträge des Fondsvehikels (insbesondere Veräußerungsgewinne) den Investoren aliquot zugerechnet und unmittelbar bei diesen steuerlich erfaßt; der Fonds selbst ist damit kein Steuersubjekt. Beispiele dafür sind die UK Limited Partnership und die deutsche und österreichische KG. Bei *nicht-transparenten Fondsstrukturen* ist das Fondsvehikel hingegen ein eigenes Steuersubjekt und als solches selbständig steuerpflichtig. Die Erträge des Fondsvehikels (insbesondere Veräußerungsgewinne) wer-

den auf Ebene des Fonds zwar erfaßt, sind aber oftmals nach nationalem Recht zur Gänze steuerbefreit. Eine Erfassung der Erträge auf Investorenebene findet typischerweise erst bei Weiterleitung der Erträge in Form von Dividenden statt, wobei vielfach bei Gesellschaften als Anteilseignern schon nach allgemeinem Steuerrecht eine Beteiligungsertragsbefreiung greift.

Um einen ersten Überblick über die Anforderungen an eine „best practice“-Lösung zu gewinnen, sollen im folgenden ausländische Sonderregime anhand folgender Beispiele kurz dargestellt werden:

- ◆ Deutschland (GmbH & Co KG, UBG, KAG, Investmentaktiengesellschaft);
- ◆ Belgien („Private PRIVAK“, „Public PRIVAK“);
- ◆ Frankreich („fonds commun de placement à risques“ – „FCPR“; „fonds commun de placements dans l'innovation“ – „FCPI“, „société de capital-risque“ – „SCR“);
- ◆ Luxemburg („société d'investissement en capital à risque“ – „SICAR“);
- ◆ Schweiz („Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen“ – „KgK“);
- ◆ Spanien („Sociedades de Capital de Riesgo“ – „SCR“, „Fondos de Capital de Riesgo“ – „FCR“); [53];
- ◆ Vereinigtes Königreich (z.B. „Venture Capital Trusts“ – „VCTs“).

Da diese Sonderregime in das jeweilige nationale Steuerrecht eingebunden sind, muß sich die folgende Darstellung auf einen ergebnisorientierten Kurzüberblick beschränken [54].

Interessant aus österreichischer Sicht ist zunächst immer ein Blick nach *Deutschland*: Das weitaus überwiegend genutzte deutsche Fondsvehikel ist nach wie vor die deutsche GmbH & Co KG. Da das deutsche Körperschaftsteuerrecht (im Gegensatz zu Österreich) eine umfassende Veräußerungsgewinnbefreiung vorsieht, finden institutionelle Investoren mit dieser transparenten Struktur i.d.R. das Auslangen. Daneben existieren gesetzlich typisierte Formen von Beteiligungsgesellschaften (Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, Kapitalanlagegesellschaften, Investmentaktiengesellschaften), die aber aufgrund der engen Anlagegrenzen und der umfassenden

Berichts- und Veröffentlichungspflichten nur in untergeordnetem Maß genutzt werden. Derzeit ist in Deutschland ein neues Unternehmensbeteiligungsgesetz, das die PE/VC-Industrie fördern soll, in Diskussion [55]. Die Industrie erhofft sich die Beseitigung steuerlicher Hemmnisse, wie insbesondere in Bezug auf die Gewerblichkeit, die nach dem geltenden Kreisschreiben des deutschen BMF vom 16. Dezember 2003 relativ weit definiert ist und insbesondere ausländische und private Investoren oft vor erhebliche steuerliche Hürden stellt.

Der Private PRIVAK („PRICAF Privée“) [56] ist ein spezielles Vehikel für PE/VC-Finanzierungen, das grundsätzlich in *Belgien* unbeschränkt steuerpflichtig ist und dem normalen Steuersatz von 33,99% unterliegt. Die Besonderheit besteht darin, daß die Bemessungsgrundlage lediglich aus gewissen nicht-abzugsfähigen Aufwendungen und außergewöhnlichen Zuwendungen besteht, während das durch Investments generierte Einkommen des PRIVAK i.d.R. keiner Besteuerung unterliegt. Allfällige belgische Quellensteuern auf von Targets bezogene Dividenden werden dem PRIVAK erstattet. Ausschüttungen des PRIVAK selbst an die Investoren unterliegen insoweit keiner Quellensteuer, als sie aus Veräußerungsgewinnen stammen. Aus sonstigen Quellen stammende Ausschüttungen unterliegen grundsätzlich einer Quellensteuer i.H.v. 25% bzw. 15%. An juristische Personen ausgeschüttete Dividenden sind bei diesen – unabhängig von einer Mindestbeteiligung – über das Konstrukt der „dividends received deduction“ im Ergebnis zu 95% steuerbefreit; bei von Privatinvestoren bezogenen Dividenden führt die 15%ige Quellensteuer zur Steuerabgeltung, sofern die Dividenden nicht aus Veräußerungsgewinnen auf PRIVAK-Ebene stammen. Ein ähnliches Regime besteht für den Public PRIVAK, der zur Stimulation nichtinstitutioneller Investitionen geschaffen wurde.

Interessante steuerliche Vergünstigungen genießen PE/VC-Gesellschaften in *Frankreich*, die in verschiedenen Formen auftreten. Beispiele sind der steuertransparente Fonds *Communs de Placement à Risque* (FCPR), der nach französischem Steuerrecht transparent ist. Die Erträge werden den Investoren unmittel-

[51] In den Niederlanden werden PE/VC-Fonds i.d.R. als BV oder CV errichtet. Die Rechtsordnung sieht – im Gegensatz zu Österreich – eine weitgehende Steuerbefreiung auch für die Veräußerung von nationalen Beteiligungen vor. Siehe dazu umfassend *Tyková / Westerheide / Zinser* (2005).

[52] Siehe vor allem die vergleichbare Darstellung in *EVCA* (2006), sowie in *Tyková / Westerheide / Zinser* (2005).

[53] Ähnliche Fondsvehikel mit etwas abweichenden steuerlichen Regelungen gibt es auch in Portugal.

[54] Siehe auch *EVCA* (2006); *Tyková /*

Westerheide / Zinser (2005).

[55] Das Inkrafttreten kann frühestens Anfang 2008 erwartet werden.

[56] Siehe dazu *Lamon / Chalot* (2004), S. 97 ff.

bar zugerechnet und genießen dort unter gewissen sonstigen Voraussetzungen Steuerfreiheit. Der Fonds Commun de Placements dans l'Innovation (FCPI) ist im wesentlichen ein FCPR, der zumindest 60% in nicht-börsennotierte EU-Gesellschaften investiert ist; als zusätzliches Incentive ist für natürliche Personen unter gewissen Voraussetzungen eine Steuergutschrift von bis zu 25% des investierten Betrages vorgesehen. Ein anderes Beispiel ist die Société de Capital Risque (SCR), die zwar grundsätzlich als solche steuerpflichtig ist, aber umfassend Steuerbefreiungen auf Veräußerungsgewinne und Dividenden erträge genießt.

Die luxemburgische SICAR („Société d'investissement en Capital à Risque“) ist ein sehr effizientes und auch in gesellschaftsrechtlicher Hinsicht flexibles Vehikel, das speziell auf die Bedürfnisse der PE/VC-Industrie abstellt [57]. Eine SICAR ist grundsätzlich unbeschränkt steuerpflichtig in *Luxemburg* und unterliegt dem normalen Steuersatz (29,63% im Jahr 2006). Es bestehen jedoch Steuerbefreiungen insbesondere für Veräußerungsgewinne, Dividenden und Zinserträge im Zusammenhang mit dem (umfassend definierten) PE/VC-Geschäft, sodaß die Steuerbemessungsgrundlage i.d.R. minimal ist. Dividenden, die eine SICAR von einer 10%igen Tochtergesellschaft in *Luxemburg* bezieht, sind von der luxemburgischen Quellensteuer befreit; von einer SICAR bezahlte Dividenden und Liquidationsgewinne unterliegen ebenfalls keiner luxemburgischen Quellensteuer. Für Privatinvestoren sind die von einer SICAR ausgeschütteten Dividenden i.d.R. normal steuerpflichtig, Veräußerungsgewinne hingegen nur vor Ablauf der sechsmonatigen Spekulationsfrist. Bei Investoren in der Rechtsform einer juristischen Person unterliegen Dividenden sowie Liquidations- und Veräußerungsgewinne nur dann der Steuer, wenn die Voraussetzungen des luxemburgischen Schachtelprivilegs nicht erfüllt sind.

Aber auch in der *Schweiz* gibt es Maßnahmen zur Schaffung von Fondsstrukturen, die den Anforderungen an das PE/VC-Geschäft besser entsprechen: mit 1. 1. 2007 trat das neue Kollektivanlagegesetz in Kraft, dessen neu geschaffene Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (kurz „KgK“)

aufgrund ihres breiten Anwendungsreiches auch für PE/VC-Dachfonds geeignet ist. Wenn auch die Begünstigungen aus Sicht der Schweizer Community als zuwenig weitgehend angesehen werden, ist dies doch ein bemerkenswerter erster Schritt in Richtung Förderung der Schweizer PE/VC-Industrie.

Im *spanischen Recht* existieren zwei PE/VC-Strukturen: Die Sociedades de Capital Risiko (SCR) und Fondos de Capital Riesgo (FCR). Beide Fondsvehikel unterliegen grundsätzlich der 35%igen spanischen Besteuerung. In beiden Fällen sind Veräußerungsgewinne jedoch auf Ebene der SCR bzw. der FCR zu 99% steuerbefreit, Dividenden sind vollständig steuerfrei. Generelle Voraussetzung für die Steuerbegünstigung ist, daß das Investment in breit definierte qualifizierte Gesellschaften erfolgt, für die Befreiung von Veräußerungsgewinnen ist zusätzlich eine Behaltedauer von zumindest einem und höchstens 12 Jahren erforderlich. Juristische Personen sind mit Dividenden aus einem SCR oder FCR steuerbefreit; Veräußerungsgewinne sind unabhängig von einer Mindestbeteiligungshöhe bzw. -dauer mit einer 100%igen Steuergutschrift – berechnet auf Basis des nicht ausgeschütteten Einkommens – versehen. Natürliche Personen unterliegen mit den Dividenden und Veräußerungsgewinnen hingegen dem normalen Einkommensteuerregime.

Neben der gebräuchlichen UK Limited Partnership, die vollständige steuerliche Transparenz, aber keine steuerlichen Sonderbegünstigungen genießt, existieren in *Großbritannien* mehrere Sonderregime für PE/VC-Finanzierungen wie z.B. der Venture Capital Trust (VCT), der strengen Auflagen hinsichtlich der zulässigen Investments unterliegt. Der Venture Capital Trust ist als Kapitalgesellschaft selbstständig steuerpflichtig (d.h. intransparent), aber bezüglich der Veräußerungsgewinne steuerbefreit; bezogene Dividenden sind bereits nach allgemeinem Steuerrecht nicht steuerpflichtig. Das Konzept des VCT zielt besonders auf private Investoren ab, die bis zu einem gewissen Investitionsvolumen (200.000 GBP) diverse Steuerbegünstigungen genießen: Zunächst erhalten Investoren unter der Voraussetzung, daß die Anteile am VCT für zumindest drei Jahre gehalten werden, einen sogenannten Income Tax Relief i.H.v. 40% des

Investments, der mit dem österreichischen Betriebsausgabenabzug vergleichbar ist. Weiters fällt keine Veräußerungsgewinnsteuer (Capital Gains Tax) auf Veräußerungsgewinne an den VCT-Anteilen an, sofern die Anteile am VCT für zumindest drei Jahre gehalten wurden. Schließlich sind vom VCT ausgeschüttete Dividenden unter gewissen Voraussetzungen steuerfrei.

4.3.3. Ergebnis

Vorrangige Anforderung an das Steuerrecht für die Schaffung kompetitiver Rahmenbedingungen für PE/VC-Investments ist die *Steuerfreiheit der Veräußerungsgewinne beim Exit*. Der Blick über die Grenze zeigt, daß dies in der EU entweder im Rahmen einer allgemeinen Veräußerungsgewinnbefreiung (wie etwa in den Niederlanden oder in Deutschland), oder vielfach im Rahmen von Sonderregimes für PE/VC-Finanzierungen gewährleistet ist. Aus dem vorhandenen Datenmaterial über steuerliche Sonderregimes lassen sich folgende Anforderungen an eine „best practice“-Lösung ableiten:

- ◆ Ist das Fondsvehikel intransparent gestaltet, so erfolgt auf dieser Ebene eine weitgehende oder vollständige Steuerbefreiung im Zusammenhang mit den Investments; dies betrifft insbesondere Veräußerungsgewinne, aber auch Liquidationsgewinne, Dividenden und Zinsen aus allfällig begleitenden Fremdfinanzierungsmaßnahmen.
- ◆ Auf Ebene der Investoren werden Veräußerungsgewinne (aus der Veräußerung von Anteilen am Fondsvehikel oder – bei Transparenz – an den Beteiligungsgesellschaften) weitgehend oder vollständig von der Steuer befreit (ggf. unter der Voraussetzung einer gewissen Behaltedauer).

Ein Unterschied zwischen der (noch) bestehenden MiFiG-Fondsstruktur und der hier vorgeschlagenen WARG in der Rechtsform einer KG wäre die Ebene, auf der steuerliche Regelungen ansetzen würden: Im ersten Fall wurde die MiFiG und damit das Fondsvehikel direkt von der Körperschaftssteuer freigestellt, im zweiten Fall herrscht Steuertransparenz, sodaß eine Befreiung unmittelbar die Investoren adressieren müßte [58]. Aus einer solchen Befreiung wäre dann im

[57] Siehe dazu *Kremer / Lesage* (2005), S. 2 ff.

[58] Steuerausfälle für das Bundesbudget sind nicht zu erwarten, da das seit 1994

bestehende MiFiG-Konzept über wesentlich umfassendere Steuerausnahmen verfügt. Darüber hinaus erfüllen nicht alle MiFiGs die PE/VC-spezifischen Kriterien einer WARG,

was die „zweckwidrige“ Nutzung der MiFiG verringert.

Lichte des § 12 KStG auch systematisch die Konsequenz zu ziehen, daß weder Verluste aus der Abschichtung von Beteiligungen noch Teilwertabschreibungen steuerwirksam werden dürfen [59]. Solcherart könnte eine steuerliche Begleitmaßnahme dahin gehen, den Vermögensstamm bei PE/VC-Finanzierungen einer steuerneutralen Sphäre zuzuordnen, in der sich weder Gewinne noch Verluste steuerlich auswirken, in der aber im übrigen das „normale“ Steuerrecht zur Anwendung kommt. Bei gezielter Definition des PE/VC-Geschäftes und der – auch auf europäischer Ebene anerkannten [60] – volkswirtschaftlichen Bedeutung, gepaart mit der besonderen Gefahr des Marktversagens, wäre auch an der sachlichen Rechtfertigung im Lichte des verfassungsrechtlichen Gleichheitssatzes nicht zu zweifeln. Aus gemeinschaftsrechtlicher Sicht wäre einerseits den Grundfreiheiten [61] und andererseits dem europäischen Beihilfenrecht [62] zu genügen. Wenn aber die steuerlichen Rahmenbedingungen für die WARG zwar eine spezifische Definition des PE/VC-Geschäftes vorsehen, demgegenüber aber das Auswählen von Beteiligungunternehmen und das Strukturieren von Investments nicht einschränken (z.B. hinsichtlich der Branchen, der Ansässigkeit der Portfoliounternehmen oder deren wirtschaftlicher Schwerpunkt im In- bzw. Ausland) und überdies keine Beschränkungen für die potentiellen Investoren vorsehen, wäre diesen gemeinschaftsrechtlichen Anforderungen wohl entsprochen.

Da das Beteiligungsgeschäft unecht umsatzsteuerbefreit ist, können Fonds die auf die „management fee“ fallende Umsatzsteuer nicht als Vorsteuer geltend machen. Das verteuert die Leistungen des Fondsmanagements nur aufgrund der organisatorischen Trennung des Managements vom Fonds. Der Forderung nach einer ausdrücklichen Umsatzsteuerbefreiung für die Leistungen der Managementgesellschaft an den Fonds könnte durch Ausweitung des

Befreiungskataloges des § 6 UStG auch für jene Fälle entsprochen werden, in denen die Management-Gesellschaft nicht gleichzeitig Gesellschafter der WARG ist [63].

Würde sich demgegenüber der steuerliche Rahmen – etwa durch eine Novellierung des § 6b KStG – auf gewisse Wirtschaftszweige beschränken, könnte sich wieder ein Spannungsfeld mit dem Beihilfenrecht ergeben [64]. Trotzdem könnte auch in diesem Fall die Vereinbarkeit einer Risikokapitalmaßnahme für KMUs mit dem Beihilfenrecht hergestellt werden. Entsprechend den umfangreichen Leitlinien der Kommission [65] bedürfte es dafür aber unter anderem einer Einschränkung des Umfangs der Investitionstranche (EUR 1,5 Mio. je 12-Monatszeitraum und Zielunternehmen), einer Beschränkung auf die Seed- und Start-up-Finanzierung (bei mittleren Unternehmen auch Expansionsfinanzierung), einer Einschränkung dahingehend, daß mindestens 70% des Gesamtbudgets der Zielunternehmen durch Beteiligungen und beteiligungsähnliche Finanzierungsinstrumente zur Verfügung gestellt werden, und daß die Finanzierung zu mindestens 50% von privaten Investoren bereitgestellt wird. Würden die Bestimmungen zum MiFiG-Konzept entsprechend den Leitlinien angepaßt, wäre das Beihilfenregime als mit dem „Gemeinsamen Markt“ und damit auch mit dem Europäischen Beihilfenrecht vereinbar zu beurteilen. Aufgrund der erforderlichen Einschränkungen würde die „novellierte“ MiFiG allerdings nur eine sehr beschränkte Teilmenge des durch eine WARG möglichen Risikokapitalgeschäftes abdecken und darüber hinaus auch weiterhin alle Nachteile bestehen lassen [66], die ein PE/VC-Geschäft nach internationalem Muster in Österreich bisher so erschwert haben. Das Ziel, durch Stärkung des Risikokapitalmarktes die Attraktivität des Finanzplatzes Wien zu erhöhen, kann durch Novellierung des § 6b KStG kaum erreicht werden.

5. Schlußfolgerung und Ausblick

Die bisherige Analyse hat gezeigt, daß Fondsstrukturen im Zentrum des PE/VC-Geschäfts stehen. Sie sind die rechtlichen Vehikel, in denen jenes Kapital gepoolt wird, das institutionelle Investoren in die „asset class“ kommitieren. Aus ihnen heraus investieren PE/VC-Managementteams Mittel in Form von Eigenkapital in erfolgsversprechende kleine und mittlere Unternehmen, an sie fließen die Beteiligungserträge zurück, wenn der Fonds seine Portfoliounternehmen nach mehreren Jahren wieder veräußert, und aus ihnen heraus werden die Mittel in Form der Veranlagungsperformance an die Investoren zurückgegeben.

Fondsstrukturen stehen also im Zentrum des Beteiligungsgeschäfts und bestimmen maßgeblich die Bedingungen, unter denen das Beteiligungsgeschäft betreiben werden muß. Mittelstandsfinanzierungsgesellschaften, welche die derzeit in Österreich dominante Fondsstruktur repräsentieren, können ab 2008 nicht mehr gegründet werden, sodaß die Einführung neuer Strukturen für die Weiterführung und die Entwicklung des PE/VC-Geschäfts nicht nur wichtig, sondern auch dringend ist. Wie man vorgehen sollte, um in einem international kompetitiven Rahmen auch in Österreich das Beteiligungsgeschäft betreiben zu können und dabei noch Impulse zur Stärkung des Finanzplatzes Wien und des heimischen Wirtschaftsstandortes zu geben, indem man den österreichischen Unternehmen den Zugang zu im Inland verwaltetem Risikokapital erleichtert, hat der vorliegende Beitrag ausführlich beschrieben.

Allerdings bilden Fondsstrukturen, auch wenn sie von großer Bedeutung sind, nur die *Grundlage* und somit ein *Potential für PE/VC-Investitionen*: Damit ein florierender vorbörslischer Betei-

[59] Eine derartige Symmetrie wäre bei einer – über die derzeit bestehende Befreiung von laufenden Beteiligungserträgen und Veräußerungsgewinnen in § 10 Abs. 2 und 3 KStG – hinausgehenden Ausdehnung über die Grenze wohl auch aufgrund des Europäischen Code of Conduct der Unternehmensbesteuerung des ECOFIN Rates (ABl C 2/1 ff v. 6. 1. 1998) und des darauf basierenden Primarolo-Reports (Doc 4901/99) geboten.

[60] Siehe nur die Leitlinien der Gemeinschaft für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikokapitalinvestitionen in kleine und mittlere Unternehmen, ABl C 194/2 v. 18. 8. 2006 („Risikokapitalfinanzierung als Gemein-

schaftsziel“); weiters z.B. auch die Mitteilung der Kommission „Bericht über die Fortschritte bei der Umsetzung des Risikokapital-Aktionsplans“, KOM(2000)658 endg.

[61] Vgl. vor allem EuGH 19. 9. 2000, C-156/98, *Deutschland / Kommission* – Tz 72 ff.

[62] Siehe dazu vor allem die Mitteilung der Kommission über die Anwendung der Vorschriften über staatliche Beihilfen auf Maßnahmen im Bereich der direkten Unternehmensbesteuerung, ABl C 384/3 v. 10. 12. 1998, und die Leitlinien der Gemeinschaft für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikokapitalinvestitionen in kleine und mitt-

lere Unternehmen, ABl C 194/2 ff v. 18. 8. 2006; vgl. auch „Staatliche Beihilfen und Risikokapital“, ABl C 235/3 ff v. 21. 8. 2001.

[63] Vgl. *Lindinger* (2003), S. 593 ff. Auch in anderen EU-Staaten wie beispielsweise Luxemburg, Frankreich, Spanien oder Italien sind entsprechende Umsatzsteuerbefreiungen spezialgesetzlich verankert.

[64] Siehe dazu bereits oben Kapitel 1.

[65] Leitlinien der Gemeinschaft für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikokapitalinvestitionen in kleine und mittlere Unternehmen, ABl C 194/2 ff v. 18. 8. 2006.

[66] Siehe abermals oben Kapitel 1.

ligungsmarkt entsteht, wären weitere Maßnahmen notwendig [67], z.B.:

- ◆ Fund of Funds Initiative der öffentlichen Hand: Erleichterung der Fund-raisingssituation für österreichische PE/VC-Fonds.
- ◆ Forcierung von Maßnahmen für das Frühphasensegment: Überwindung des geringen Engagements von Risikokapitalgebern, Aufbau eines Bereichs für Nachfolgefinauzierungen durch Beteiligungskapital.

Um die Weiterentwicklung und Entfaltung des PE/VC-Marktes voranzutreiben, stehen in Österreich also noch eine ganze Reihe von Aufgaben an, die rasch mit dem nötigen Engagement und vor allem der gebotenen Umsicht in Angriff genommen werden sollten. ◆

Literaturverzeichnis

Achatz, M. / Kofler, G., Ertragsteuerliche Rahmenbedingungen für die Risikofinanzierung in Österreich, in: G. Kofler / B. Polster-Grüll (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital, Linde Verlag 2003, S. 429–474.

AVCO, White Paper (2002).

AVCO, Bessere Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital in Österreich (2003).

AVCO, Investor Relations Richtlinien, (2005).

Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen, Vorschläge zur Kapitalmarktpolitik, 4. Teil, Wien, 1968.

Chini, L. W. / Frölichsthal, G., Praxiskommentar zum Bankwesengesetz, 2. Aufl., Überreuter, Wien 1997.

Diwok, G. / Göth, Ph., Kommentar zum Bankwesengesetz, Verlag Österreich, Wien 2005.

Europäische Kommission, 2003 European Innovation Scoreboard, Commission Staff Working Paper, 13. November, 2003.

European Commission, Report of the Alternative Investment Expert Group. Developing European Private Equity. Internal Market and Services DG, July 2006.

EVCA, Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe, Research Paper, January 2001.

EVCA, Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe, Research Paper, June 2002.

EVCA, Private Equity Fund Structures in Europe, An EVCA Tax and Legal Committee Paper January 2006.

Gloden, A. / Jud, T. / Peneder, M., Empirische Untersuchungen und Ergebnisse zur Wirkung von Private Equity und Venture Capital auf die Unternehmensentwicklung, Studie im Auftrag des BMWA, 2004.

Grabenwarter, U. / Weidig, T., Exposed to the J-curve. Understanding and Managing Private Equity Fund Investments, Euromoney books 2005.

Haschek, H., Moderne Investitionsfinanzierung, 1958, zitiert in H. Haschek, „Venture-Capital-Finanzierung“, West-Ost-Journal Nr. 3/4, 1985, S. 29–30.

Haschek, H., Venture-Capital-Finanzierung, West-Ost-Journal Nr. 3/4, 1985, S. 29–30.

Hofmann, B. / Kofler, G., Mittelstandsfinanzierungsgesellschaften nach § 6b KStG – Bestandsaufnahme, Reformvorschläge und Alternativen, in: G. Kofler / B. Polster-Grüll (Hrsg.), 2003, S. 473–524.

Jud, T., Private Equity und Venture Capital und seine Entwicklung in Österreich, in: G. Kofler / B. Polster-Grüll (Hrsg.), 2003, S. 25–47.

Kofler, G. / Polster-Grüll, B. (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital, Linde Verlag 2003.

Kofler, H. / Takacs, P., Die Rolle der Austria Wirtschaftsservice bei Risikofinanzierungen in Österreich, in: G. Kofler / B. Polster-Grüll (Hrsg.) (2003), S. 49–62.

Kremer, C. / Lesage, T., Investment Company in Risk Capital („SICAR“): Response to Venture Capital and Private Equity, Derivatives & Financial Instruments (DFI) 2005, S. 2–10.

Lamon, H. / Chalot, M., Private Equity Closed-Ended Funds: The New Alternative for Venture Capital/Private Equity Investors, Derivatives & Financial Instruments (DFI) 2004, S. 97–108.

Lindinger, W., Umsatzsteuer, Gebühren und Verkehrsteuern bei Risikofinanzierung, in: G. Kofler / B. Polster-Grüll (Hrsg.), 2003, S. 593–606.

OECD, Economic Surveys Austria (2005).

Peneder, M., Eine Neubetrachtung des „Österreich-Paradoxon“, WIFO-Monatsberichte, 74 (12), 2001, S. 737–748.

Peneder, M. / Wieser, R., Der österreichische Markt für Private Equity und Venture Capital, Studie des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung (2002).

Peneder, M. / Jud, T. / Schwarz, G., Der Einfluß von Private Equity (PE) und Venture Capital (VC) auf Wachstum und Innovationsleistung österreichischer Unternehmen“, Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Arbeit und der Bundeswirtschaftskammer Österreich, Oktober 2006.

Rat für Forschung und Technologieentwicklung, Empfehlung zur Gründungs- und Wachstumsfinanzierung, Wien, 8. Juli 2005.

Tyková, T. / Westerheide, P. / Zinser, B., Private Equity im internationalen Vergleich, Analyse der Rahmenbedingungen und Schlußfolgerungen für Deutschland, Gutachten des Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), Mannheim, für das deutsche Bundesministerium der Finanzen, 2005.

Wiesner, W. / Schneider, W. / Spanbauer, G. / Kohler, G. (Hrsg.), Körperschaftsteuergesetz – KStG 1988, Manz Verlag 1996.

[67] Ausführlich siehe Peneder / Jud / Schwarz (2006)