

Zotter, Thomas

**Article**

## Zum Finanzmarkt Österreich - Geldvermögensbildung und Finanzierungsstruktur als Komponenten einer Finanzmarktstrategie

Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)

**Provided in Cooperation with:**

Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien

*Suggested Citation:* Zotter, Thomas (1994) : Zum Finanzmarkt Österreich - Geldvermögensbildung und Finanzierungsstruktur als Komponenten einer Finanzmarktstrategie, Wirtschaft und Gesellschaft (WuG), ISSN 0378-5130, Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien, Wien, Vol. 20, Iss. 1, pp. 31-54

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/332420>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

---

# **Zum Finanzmarkt Österreich – Geldvermögensbildung und Finanzierungsstruktur als Komponenten einer Finanzmarktstrategie**

---

**Thomas Zotter**

---

## **1. Einleitendes**

Daß der Finanzplatz Wien weit von einem Idealbild eines Kapitalmarktes entfernt ist, kann mittlerweile getrost als Gemeinplatz bezeichnet werden. Die Funktionen eines modernen Finanzmarktes (Kap. 2), deren Erfüllung mit zu den entscheidenden Voraussetzungen für ein hohes Wachstumspotential und für einen wettbewerbsfähigen Wirtschaftsstandort zählen, kann die Börse Wien in ihrer derzeitigen Verfassung kaum erfüllen.

Analysen und Spekulationen über die Gründe dieser Schwäche sind ebenso zahlreich wie gut gemeinte Ratschläge, wie die Attraktivität und Bedeutung der Börse Wien zu verbessern wäre. Aufgrund mannigfaltiger Interdependenzen ist es dabei nicht immer einfach, Ursache und Wirkung genügend auseinander zu halten, um nicht nur gut gemeinte Ratschläge zu geben – so etwa die Frage der Liquidität oder der Effizienz einer Börse. Da diese Merkmale – neben handelstechnischen Rahmenbedingungen – weder rein angebotsseitig noch rein nachfrageseitig bestimmt sind, wird man gut beraten sein, Komponenten beider Seiten zu untersuchen. Auf der Angebotsseite soll uns in diesem Papier die Finanzierungsstruktur österreichischer Industrieunternehmen (Kap. 3) und auf der Nachfrageseite die Geldvermögensbildung in Österreich (Kap. 4) unter besonderer Berücksichtigung von Investmentfonds interessieren. In Kapitel 5 finden sich Reflexionen über mögliche Schlußfolgerungen und nötige Rahmenbedingungen.

## 2. Funktionen eines Finanzmarktes

Die (unabhängig voneinander) geplanten Größen Sparen und Investition zur Deckung zu bringen, setzt einen funktionierenden Finanzmarkt (FM) voraus. Ohne FM könnten keine Finanzierungsüberschüsse (im wesentlichen das Sparen der privaten Haushalte) zu den Finanzierungsdefiziten (im wesentlichen der Unternehmen) fließen. Diese Transformationsfunktion ist die Basis der Investitionstätigkeit in einer Volkswirtschaft, da sonst bei jedem Wirtschaftssubjekt für sich Sparen gleich Investition sein müßte und in Folge jede Investition nur im Ausmaß des eigenen Sparens und vice versa möglich wäre. In einer Welt mit FM und Finanzinstitutionen ist diese Einschränkung aufgehoben, da Investoren Mittel auf zukünftige Cash-flows ausleihen können, bzw. Sparer die geplante Sparquote verborgen können. Für das Wachstumspotential und damit letztlich auch für die Beschäftigung in einer Volkswirtschaft sind also „funktionierende“ FM von entscheidender Bedeutung, da erst durch sie größere Investitionsvorhaben ermöglicht werden (1).

Neben dieser grundlegenden Rolle sind noch weitere Funktionen von FM und Finanzintermediären zu erwähnen, die die gesamtwirtschaftliche Effizienz steigern: die Volumstransformation, also das „Sammeln kleinerer Beträge“, die Fristentransformation, die Raum- sowie die Risikotransformation. Für die Börse als Kapitalmarkt i. e. S. besonders hervorzuheben sind die Risikotransformation, die Informationsfunktion – in einem vollkommenen Markt ohne Informationsasymmetrien und rationalen Teilnehmern (in der Literatur werden diese Attribute als am ehesten an der Börse verwirklicht gesehen) sollten im Preis alle Informationen repräsentiert sein –, die Allokationsfunktion, also die Lenkung der verfügbaren Mittel in jene Sektoren, Betriebe und Projekte, die die höchsten Profite erwarten lassen, und die Kontrollfunktion zur Sicherstellung der technisch effizienten Verwendung der Mittel.

Die technische Effizienz soll dabei v. a. von zwei Gruppen von Akteuren sichergestellt werden (2).

1. Den Managern eines Unternehmens kommt die Aufgabe zu, den Ertragswert des Unternehmens zu maximieren, indem sie so lange in Sachkapital investieren, bis die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals ( $r'$ ) gleich dem Marktzins ( $i$ ) ist, also  $r' - i = 0$ .
2. Die Aktionäre ihrerseits haben die Möglichkeit, durch passive und aktive Kontrolle den Lauf „ihres“ Unternehmens zu beeinflussen. Im Aktienrecht beschränkt sich die aktive Kontrolle dabei weitgehend auf die Einsetzung, Bestätigung oder Ersetzung des Managements, während die passive Kontrolle als ein Prozeß „voting by trading“ gesehen werden kann. Die OECD (3) stellt dazu folgendes fest:
  1. Unternehmen mit aktiven Aktionären haben sich als erfolgreicher erwiesen, und
  2. die Innenfinanzierung, also die Finanzierung aus dem Cash-Flow (im übrigen ein Merkmal für unterentwickelte FM), kann keine effi-

ziente Allokation der Mittel sicherstellen, weil der Mitteleinsatz wieder der Kontrolle der Märkte noch eines Finanzintermediärs als Gläubiger ausgesetzt ist, und zwar insoweit als davon auszugehen ist, daß der ökonomisch relevante Opportunitätskostenansatz im Falle der Innenfinanzierung wahrscheinlich nicht immer ausreichende Berücksichtigung findet.

Die traditionelle Kreditfinanzierung ist als solche nicht systematisch unterlegen, doch kann es dabei zu einer erheblichen Konzentration von Risiken in den Bankbilanzen einzelner Institute kommen (4).

Unter diesem Aspekt kann also die Finanzierungsstruktur der Betriebe durchaus auch als ein Indikator für die Leistungsfähigkeit und die Effizienz eines FM gesehen werden.

### 3. Zur Finanzierungsstruktur

Die ökonomische Theorie bietet relativ wenig Anhaltspunkte für den optimalen Verschuldungsgrad von Unternehmen, ja es läßt sich sogar – unter restriktiven Modellannahmen – zeigen, daß die Frage der Verschuldung für den Marktwert eines Unternehmens irrelevant sei (5). Es sollen hier aber nicht Annahmen von Modellen diskutiert werden, sondern nur grundsätzlich gezeigt werden, vor welchem Optimierungsproblem ein Unternehmer (und ein potentieller Investor bei seiner Portfoliowahl) steht, und welche Rolle dabei Eigenkapital (E) und Fremdkapital (F) spielen. Es sei  $r$  die interne Verzinsung des Unternehmens und  $i$  der Marktzins, so ergibt sich der in der Literatur bekannte Leverage-Effect  $l = (r-i)F/E$ . D. h. bei einem positiven Differential  $(r-i)$  spricht eigentlich nichts dafür, den Quotienten  $F/E$  klein zu halten, sprich mit Eigenmitteln zu finanzieren. Dreht sich das Differential  $(r-i)$  jedoch um – etwa durch einen Konjunkturabschwung und/oder eine Hochzinsphase – wird das Risiko, das im Leverage-Effect steckt, schlagend, und die Verlustentwicklung verschuldeter Unternehmen beschleunigt. Makroökonomisch wird der Verschuldungsgrad von Unternehmen vor allem dann zum Problem, wenn weite Bereiche der Wirtschaft hoch verschuldet sind, da dann diese mikroökonomische Größe tendenziell prozyklisch wirkt.

Vergleiche zwischen Ländern bezüglich der Kapitalstruktur zu ziehen, stellt abgesehen von Erfassungsproblemen auch aufgrund unterschiedlicher Bilanzierungsregeln ein Problem dar. Betrachtet man allerdings die Entwicklung in der Zeit, sind tendenzielle Aussagen durchaus zulässig. In der folgenden Tabelle 1 ist dabei besonders darauf zu achten, daß die österreichischen Werte Medianwerte sind und daher nicht unmittelbar mit denen der anderen Länder vergleichbar sind.(6) Für weitere Betrachtungen (siehe Tabelle 2) ist es jedoch sinnvoll, eben diese Werte heranzuziehen.

**Tabelle 1:****Eigenkapital in Prozent der Bilanzsumme**

	Österreich <sup>1,3,6</sup> EK	Bel- gien <sup>2</sup> RK	BRD <sup>2,4</sup>	Däne- mark <sup>2,3</sup>	Ita- lien <sup>2</sup>	Nieder- lande <sup>2,3</sup>	Schwe- den <sup>2</sup>	UK <sup>2,5</sup>
1981	18,48	27,24	26,11	33,83	—	—	42,48	—
1982	18,71	25,37	28,57	34,57	—	26,61	42,93	—
1983	19,16	27,52	30,78	35,35	40,79	31,79	42,71	34,67
1984	20,04	28,47	32,60	36,19	42,63	31,70	43,79	34,69
1985	20,24	28,18	34,26	36,78	42,10	32,59	43,10	34,80
1986	21,44	29,25	36,13	38,01	41,85	33,63	44,80	34,65
1987	20,03	29,27	36,72	39,88	41,98	33,01	44,43	36,36
1988	21,00	27,14	36,65	39,34	42,09	32,55	44,39	35,56
1989	22,31	28,88	36,65	38,51	41,85	32,33	44,66	33,50
1990	23,62	30,16	—	38,24	—	33,09	—	48,42
1991	25,78	32,61	—	—	—	—	—	—

1. Risikokapital = Eigenkapital

- + Abfertigungsrücklagen
- + langfristige Rückstellungen
- + Pensionsrückstellungen
- Unterstützungsfonds. Diese Definition des RK deckt sich mit der OECD-Definition von „equity“.

2. „Equity“: inkl. „reserves“ and „provisions“, für Italien inkl. „indemnity funds“ und „other provisions“.

3. Industrie.

4. Umstellung in Bilanzierungsrichtlinien 1987.

5. Großbetriebe, alle Sektoren.

6. Neue Reihe ab 1988.

Quellen: OECD, Financial Statistics III, eigene Berechnungen; bzw. für Österreich: OeNB, Bilanzkennzahlen österreichischer Industrieunternehmen.

Sofern sich Aussagen aus dieser Übersicht ohne weitere Tests ableiten lassen, müßten diese wohl wie folgt lauten: Allgemein hat sich die Eigenkapitalausstattung im Beobachtungszeitraum verbessert, wohl nicht zuletzt, weil Erfahrungen mit den Krisen der siebziger und zu Beginn der achtziger Jahre die Bedeutung der Risikotragungsfunktion von Eigenkapital vor Augen und daher zu Anstrengungen in dieser Richtung führten. Auffallend ist weiters, daß jene Länder mit einer relativ guten Risikokapitalausstattung (um 40 Prozent) diese konstant hielten. Mit aller zu Gebote stehenden Vorsicht könnte man daher zu einer Ad-hoc-Hypothese – freilich ohne theoretisches Fundament – kommen, daß sich eine Tendenz zu einem Anteil von 40 Prozent ergibt und dieser Prozentsatz für den Durchschnitt der erzeugenden Industrie ein solides Eckdatum darstellt.

Entgegen den allgemeinen Trend konnten Schweden und die BRD ihre Eigenkapitalquote ab 1987 nicht mehr verbessern. Zweifellos am erfolgreichsten waren die Bemühungen zur Verbesserung der Eigenkapi-

talausstattung in Belgien, wo sich die Quote im Beobachtungszeitraum um mehr als 10 Prozentpunkte verbesserte.

Für Österreich lässt sich folgendes festhalten: Trotz einiger Schwankungen weist die Tendenz für die Industrie insgesamt nach oben, wenngleich diese Entwicklung nicht gleich stark für alle Bereiche zutrifft (siehe Tabelle 2).

**Tabelle 2:**

**Risikokapital-Ausstattung nach Betriebsgröße und Exportanteil<sup>1)</sup>**

	Industrie gesamt	Kleinbe- triebe	Mittelbe- triebe Ind i. e. S. <sup>3)</sup>	Großbe- triebe	Exportindustrie <sup>2)</sup> , Exportanteil:		
					< 10%	10–40%	40–100%
1981	27,24	24,02	27,06	25,22	27,64	24,84	26,08
1982	25,37	23,96	27,42	25,37	29,84	27,34	24,99
1983	27,52	24,37	29,63	27,73	30,72	29,36	26,87
1984	28,47	36,11	31,02	29,21	28,37	28,61	26,75
1985	28,18	26,43	29,97	31,40	30,53	28,83	29,32
1986	29,25	28,32	30,55	32,84	29,96	30,25	29,36
1987	29,27	26,96	33,03	33,62	28,99	28,23	29,25
1988	27,14	24,61	32,62	34,60	31,51	28,08	30,98
1989	28,88	27,52	32,72	35,93	34,91	31,23	30,15
1990	30,16	28,48	34,23	35,54	31,54	33,12	32,15
1991	32,61	32,46	34,21	42,66	37,78	33,55	33,38

1) Ab 1988: neue Reihe.

2) Diese Rubrik weicht vom Sample „Industrie gesamt“ insofern ab, als nur 80 Prozent der Unternehmen überhaupt einen Exportanteil aufweisen.

3) Definition siehe OeNB.

Quelle: OeNB; Bilanzkennzahlen österreichischer Industrieunternehmen.

Das stärkste Wachstum an Risikokapital konnten die Großbetriebe bzw. die Unternehmen verzeichnen, deren Exportanteil unter 10 Prozent liegt. Als Problembeispiel erscheinen daher vor allem die Klein- und Mittelbetriebe sowie die Exportindustrie. Dies ist umso mehr bedenklich, als man davon auszugehen hat, daß exportorientierte Unternehmen eher als Preisnehmer anzusehen sind als Unternehmen, die auf heimischen (vielfach geschützten) Märkten agieren und zudem die Exporteure dem Risiko von Wechselkursschwankungen unterliegen; und zwar dem eigentlichen Wechselkursrisiko, das sich aber durch Fakturierung in eigener Währung eliminieren oder wenigstens durch geeignete Instrumente (etwa Swaps oder Futures) begrenzen lässt, und dem Risiko der Abwertung von Ländern der Mitbewerber, was zu entsprechenden Wettbewerbsnachteilen führt und kurzfristig nicht beeinflussbar ist.

Dem Problem der Klein- und Mittelbetriebe (soweit sie Kapitalgesellschaften sind, da bei Personengesellschaften das haftende Privatvermögen der Gesellschafter hinzuzurechnen wäre) wird nur dann beizukommen sein, wenn man Instrumente auf unterbörslicher Ebene findet, auch diesen Unternehmen Eigenkapital zuzuführen, weil die Steigerung der EK-Quote über Gewinnthesaurierung nicht zu erwarten ist, wenn Unternehmen im Wettbewerb agieren. Denn dies würde nichts anderes heißen, als Kosten (z. B. Steuern oder Löhne) einzusparen und/oder Preise anzuheben. Bei Vorliegen substitutiver Einsatzfaktoren und/oder preiselastischer Nachfrage ist aber mittel- bis langfristig von relativ konstanten Eigenkapitalrenditen – für die Wirtschaft als Ganzes nichts anderes als ein weiterer Kostenfaktor – auszugehn (7).

Betrachtet man die Finanzierungsströme (für Industrie, Handel, Gewerbe, Fremdenverkehr und Verkehr), so ergibt sich ein noch weniger erfreuliches Bild. Betrug der Nettozuwachs 1983–87 an Beteiligungscapital über Börse, Beteiligungsfinanzierung über Genußscheine und sonstige Beteiligungen noch 14 Prozent gegenüber 86 Prozent Fremdkapitalausweitung, so verschob sich dieses Verhältnis im Zeitraum 1988–92 zu 8 gegenüber 92 Prozent. Weiters fällt auf, daß sich zunehmend die nicht-bilanzsummenwirksame Leasingfinanzierung (8) zum Ersatz der Finanzierung über Beteiligungskapital entwickelte (9).

Ein zusätzliches österreichisches Problem stellt die Verschuldungsstruktur der Unternehmen dar. Die traditionell hohe Konzentration der Verschuldung beim Bankensektor blieb im Beobachtungszeitraum nahezu unverändert (10). Dies führt zu einer zu hohen Risikokonzentration in den Bankbilanzen, die im Falle von krisenhaften Erscheinungen ihren Niederschlag in hohen Wertberichtigungen finden. Abhilfe für dieses Problem wäre von einer erleichterten Emission von Industrieanleihen zu erwarten. Neben der Möglichkeit für den Anleger, sein Portfolio unter Risikoaspekten zwischen Beteiligungen und Anleihen zu diversifizieren, könnten auch die Intermediäre diese Möglichkeit nützen, um ihre Risikopositionen zu beschränken und vermehrt ins Dienstleistungsgeschäft einzusteigen.

## 4. Die Geldvermögensbildung in Österreich

### 4.1 Theoretischer Rahmen

Die relativ hohe und stabile Sparquote und der hohe Stand an Geldvermögen böten nachfrageseitig einen guten Boden für ein „Aktiensparen“ in Österreich, doch dürften wohl institutionelle Gegebenheiten, psychologische Barrieren und mangelnde Information den hohen Grad der Intermediation erklären. Um die Bildung des Geldvermögens zu erklären, lohnt es, sich mit den Sparmotiven auseinanderzusetzen, die sich

auch in Ertragsorientierung und Risikopräferenz niederschlagen. Vier Gruppen von Motiven lassen sich definieren, die das Spektrum individueller Spar motive im wesentlichen abgrenzen und abdecken: das Vorsichtssparen („*precautionary saving*“), das Zwecksparen („*target saving*“), das Sparen zur Altersvorsorge („*retirement saving*“) und das Vermögenssparen („*bequest saving*“).

Geringes Vertrauen in die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung (die Keynes'sche Vorsichtskasse) bildet den Hintergrund für das Vorsichtssparen. Man will für den Eventualfall (etwa Arbeitslosigkeit) einen Liquiditätspolster schaffen. Gerade weil das Vorsichtssparen Ausdruck geringen Vertrauens ist, steht hier der liquide Charakter des Angesparten im Vordergrund, und eine Anlage in z. B. Aktien kommt aus diesem Motiv wohl kaum in Betracht. Stabile makroökonomischen Daten und ein gut ausgebautes Sozialnetz sollten dieses Sparen, das zur Verschärfung von Krisen beiträgt, eher gering halten.

Je nach Fristigkeit (des Sparziels) ist für das Zwecksparen ebenfalls eine Präferenz für liquidere Sparformen zu erwarten. Volatilitäten im kurzfristigen Bereich, die ertragsreichere Anlageformen meist mit sich bringen, können kurzfristige Sparziele (wie etwa dauerhafte Konsumgüter) vereiteln. Mit längeren Fristen (wie etwa für die Ausbildung von Kindern) sollten allerdings höhere Renditen tragende Anlagen in den Vordergrund treten, da im mittel- bis längerfristigen Bereich die Absicherung vor Inflation durch höhere Renditen die höhere Volatilität überwiegen sollte (siehe Tabelle 3).

Am besten geeignet für das Sparen in Beteiligungspapieren erscheint das Sparen aus den beiden letzten genannten Motiven – Altersvorsorge und Vermögenssparen. Für diese langfristig orientierten Formen sollten Schwankungen in der kurzen Frist kaum eine Rolle spielen. Daß das individuelle Sparen zur Altersvorsorge im angloamerikanischen Raum einen höheren Stellenwert genießt als in Kontinentaleuropa, ist insofern einsichtig, als sich ein öffentliches Pensionsversicherungssystem nach dem Umlageprinzip im individualistischer orientierten angloamerikanischen Raum nicht durchsetzen konnte, und das Spar- und Anlageverhalten durch ganz andere Traditionen und Institutionen geprägt ist. Eine wachsende Bedeutung erfährt diese Form des Sparens aber auch in Kontinentaleuropa, u. a. aufgrund des gestiegenen Wohlstandes, den die Individuen auch in die Zeit nach ihrer Erwerbstätigkeit transferieren wollen (11). Freilich spielte nicht zuletzt die Diskussion um die Finanzierbarkeit des Pensionsversicherungssystems in vielen europäischen Ländern eine Rolle sowie auch steuerliche Anreize für Lebensversicherungen und Aktiensparmodelle.

Das Vermögenssparen schließlich wird zum Sparziel per se. Hier steht vor allem die Mehrung von Finanzvermögen im Mittelpunkt, und es sollte stärker als alle anderen Spar motive ertragsorientiertes Denken erwarten lassen. In diesem Bereich ist auch ein vererbter resp. zu vererbender Bestand an Finanzvermögen zu erwarten, der wohl am stärksten mit dem „Reichtum“ einer Volkswirtschaft wachsen wird und im westli-

chen Teil Europas erstmals seit Generationen nicht weitgehend von Kriegen und/oder Krisen zerstört wurde.

Im folgenden soll eine Übersicht über zu erwartende Erträge und Risiken verschiedener Anlageformen (Tabelle 3) und eine Betrachtung der Entwicklung der Geldvermögensbildung zeigen, ob sich die Erwartungen bezüglich der Verschiebung der Präferenzen von liquideren zu höherwertigen Anlageformen, die auf den Beschreibungen der Sparmotive einerseits und dem steigenden Wohlstand andererseits fußen, bestätigen. Fänden wir eine Bestätigung, so ist fast „automatisch“ nachfrageseitig eine Belebung des Finanzplatzes Wien dann zu erwarten, wenn auch das Angebot „stimmt“. Ansonsten wird eine massive Abwanderung von Finanzvermögen zu attraktiveren Finanzplätzen kaum zu verhindern sein.

**Tabelle 3:**

**Durchschnittliche Ertragsraten und Standardabweichungen von Treasury Bills (Bundesschatzscheinen), Government Bonds (Staatsanleihen), Corporate Bonds (Industrieanleihen) und Common Stocks (Marktportfolio von Aktien), 1926-1988, USA, in Prozent pro Jahr, Abweichung durch Rundungen**

	Durchschnittlicher Ertrag, nominal	Durchschnittlicher Ertrag, real	Durchschnittliche Risikoprämie <sup>1)</sup>	Durchschnittliche Standardabweichung
Treasury Bills	3,6	0,5	0	3,3
Government Bonds	4,7	1,7	1,1	8,5
Corporate Bonds	5,3	2,4	1,7	8,4
Common Stocks	12,1	8,8	8,4	20,9

1) Als Renditeabstand zu Treasury Bills.

Quelle: Brealy, Myers (1991).

Trotz einschneidender „crashes“ an den Börsen konnten Aktienportfolios einen weit höheren Ertrag erzielen als andere Anlageformen, bei einer Standardabweichung von rund 20 Prozent über die gesamte Periode. Allerdings resultiert diese durchschnittliche Standardabweichung aus historischen Werten, wie etwa von 31,9 Prozent (1926-1939) oder 12,5 Prozent (1980-1988, trotz des „Black Friday“ 1987) (12). Diese (geringer werdenden) Volatilitäten finden ihren Niederschlag in den Risikoprämienvon 8,4 Prozent eines Aktienmarktporfolios gegenüber dem risikofreien Realzinssatz von 0,5 Prozent von Treasury Bills. Die Volatilität resp. die Risikoprämie von Anleihen gegenüber Treasury Bills lässt

sich aus dem Inflationsrisiko längerfristiger Papiere resp. der Abgeltung desselben erklären; Änderungen der Nominalzinsen werden ja durch den Kurs ausgeglichen.

#### 4.2 Geldvermögensbildung und Entwicklung der Investmentzertifikate

Geht man davon aus, daß mit zunehmendem Wohlstand und Entwicklungsstand einer Volkswirtschaft die Sparmotive „Altersvorsorge“ und „Vermögensbildung“ gegenüber „Vorsichts- und Zwecksparen“ in den Vordergrund treten, sollte dieser Trend zu längerfristigen und tendenziellen stärker ertragsorientierten Sparformen in den Zahlen der Geldvermögensbildung seinen Niederschlag finden.

**Tabelle 4:**

**Geldvermögensbildung des privaten Sektors nach Sparformen,  
in Mio. S, über Perioden aggregiert**

	1967–1971	1972–1976	1977–1981	1982–1986	1987–1991
Bargeld	9.444	23.931	24.255	19.042	33.690
Einlagen ohne					
Bausparen	83.840	196.488	279.954	320.979	457.763
Kontraktgeb.					
Sparen	16.970	46.750	75.135	80.504	140.901
– Bausparen	8.214	25.457	38.001	17.692	32.746
– Versicherungs-					
sparen	8.756	21.293	37.134	62.812	108.155
Anlagen in WP					
inl. Emittenten	15.879	38.539	99.127	153.380	291.937
– S-Rentenwerte	13.988	38.027	98.975	97.916	141.550
– Investment-					
zertifikate	1.891	512	152	19.044	75.917
– Genußschein	0	0	0	8.187	3.831
– Aktien, PS,					
Beteilig.	0	0	0	17.342	64.993
– FW-Renten-					
werte	0	0	0	10.981	5.646
Anlagen in WP					
ausl. Emittenten	4.092	3.517	2.734	26.050	59.418
– Rentenwerte	881	2.546	2.301	20.784	42.938
– Aktien u. IZ	3.211	971	433	5.266	16.480
Summe	130.225	309.225	481.205	599.955	983.709

Quelle: OeNB, Volkswirtschaftliche Abteilung.

**Tabelle 5:**

**Geldvermögensbildung des privaten Sektors nach Sparformen,  
über Perioden aggregiert, Anteile in 100**

	1967–1971	1972–1976	1977–1981	1982–1986	1987–1991
Bargeld	7,3	7,7	5	3,2	3,4
Einlagen ohne					
Bausparen	64,4	64,5	58,2	53,5	46,5
Kontraktgeb.					
Sparen	13,0	15,1	15,6	13,4	14,3
– Bausparen	6,3	8,2	7,9	2,9	3,3
– Versicherungs- sparen	6,7	6,9	7,7	10,5	11,0
Anlagen in WP					
inl. Emittenten	12,2	12,5	20,6	25,6	29,7
– S-Rentenwerte	10,7	12,3	20,6	16,3	14,4
– Investment- zertifikate	1,5	0,2	0	3,2	7,7
– Genußscheine	0	0	0	1,4	0,4
– Aktien, PS, Beteilig.	0	0	0	2,9	6,6
– FW-Renten- werte	0	0	0	1,8	0,6
Anlagen in WP					
ausl. Emittenten	3,1	1,1	0,6	4,3	6,0
– Rentenwerte	0,7	0,8	0,5	3,5	4,4
– Aktien u. IZ	2,5	0,3	0,1	0,9	1,7
Summe	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: OeNB, Volkswirtschaftliche Abteilung.

Betrachtet man die anteilmäßige Verschiebung der Positionen, scheinen sich diese Erwartungen zu bestätigen. Während bis Mitte der siebziger Jahre die hoch liquiden Posten „Bargeld“ und „Einlagen“ zusammen rund 3/4 der gesamten Geldvermögensbildung ausmachen, sinkt dieser Anteil bis Ende der achtziger Jahre auf rund 50 Prozent. Außer der oben erwähnten Verschiebung der Motive dürften auch steigende Bildung und Information sowie inflationäre Tendenzen in den siebziger Jahren das Publikum sensibler für Ertragsmomente im Sparbereich gemacht haben.

Dem Anstieg der Anlagen im Wertpapierbereich zeitlich etwas vorgelagert zeigt sich das Wachstum des Versicherungssparens. Neben der Entwicklung in der Zeit, die in den aggregierten Perioden der Tabellen ein relativ konstantes Wachstum aufweist, zeigten Gugeregg und Wenko

(13), daß sich die Präferenzen für diese Sparform als weniger stabil und mehr (durch steuergesetzliche Maßnahmen) beeinflußbar erwiesen haben, als die restriktiven Annahmen mancher Modelle (beliebige aber stabile Präferenzen) zugestehen würden. Hiebei sind zwei Arten der steuergesetzlichen Maßnahmen zu unterscheiden:

1. steuerliche Förderung durch den abzugsfähigen Sonderausgabenrahmen und
2. Festlegung der gesetzlichen Bindungsfrist der Verträge, um in Genuß dieser Steuervorteile zu kommen.

Die steuerlichen Förderungen führten (z. B.: 1967, 1973, 1975 und 1985) zu einem Anstieg des Versicherungssparens und einem Halten dieses höheren Niveaus. Die Verlängerung der gesetzlichen Mindestlaufzeit (1972 und 1979) sorgte für Vorzieheffekte im letzten vor und ein Absinken im ersten Jahr nach der Änderung. In den weiteren Folgejahren konnte dieses Absinken aber wieder wettgemacht werden.

**Tabelle 6:**

**Vermögensbestand der inländischen Investmentfonds  
in Mio. S (inkl. WP in Fremdwährungen)**

		WP inkl. Emittenten Bundes- schatz- scheine	WP ausl. Emittenten Renten- werte	WP ausl. Emittenten Anteils- werte	Sonstige Vermö- gensbe- stand ins- lagn	Vernö- gensbe- stand gesamt
1983	–	6.440	6	955	641	1.756 9.798
1984	–	8.938	14	1.238	525	1.990 12.705
1985	–	14.728	162	1.584	679	3.103 20.256
1986	–	25.069	364	1.983	1.323	6.287 35.026
1987	–	51.021	405	4.975	1.355	10.671 68.427
1988	2.910	87.010	770	11.815	2.740	14.468 119.713
1989	5.653	98.044	2.729	17.993	4.539	21.680 150.648
1990	6.923	94.044	4.375	19.308	4.967	23.212 152.829
1991	5.932	97.006	3.744	25.157	5.572	23.969 161.380
1992	6.071	104.027	3.903	28.411	5.173	23.842 171.341

Quelle: OeNB, Statistische Monatshefte.

Daß sich der Anteil der Anlagen in Wertpapieren mehr als verdoppeln konnte (WP inländischer und ausländischer Emittenten zusammen: 15,3 auf 35,7 Prozent) und sich nunmehr auf rund ein Drittel der gesamten Geldvermögensbildung beläuft, stützt unsere Annahme über die Entwicklung der Präferenzen der Anleger. Daß sich die Börse Wien trotzdem nicht nachhaltig als Beteiligungsfinanzierungsmarkt etablieren konnte,

läßt sich erklären, wenn man die Struktur der Veranlagung in WP genauer betrachtet. Die Veranlagung in Rentenwerten insgesamt machte im Zeitraum 1967–1981 fast die Gesamtheit des Wertpapierparens aus. 1987–1991 beläuft sie sich noch auf knapp 50 Prozent. Unterzieht man Investmentzertifikate, die zweifellos das stärkste Wachstum im Beobachtungszeitraum erlebten, ebenfalls einer genaueren Betrachtung, zeigt sich, daß sich der Anteil der Rentenwerte insgesamt nicht so stark verschoben hat.

**Tabelle 7:**

**Vermögensbestand inländischer Investmentfonds, Anteile in 100  
(Abweichungen durch Rundungen)**

	WP inl. Emittenten Renten- werte <sup>1)</sup>	Anteils- werte	WP ausl. Emittenten Renten- werte	Anteils- werte	Sonstige Vermö- gensan- lagen	Vermö- gensbe- stand insgesamt
1983	65,7	0,1	9,7	6,5	17,8	100
1984	70,4	0,1	9,7	4,1	15,7	100
1985	72,7	0,8	7,8	3,4	15,3	100
1986	71,6	1,0	5,7	3,8	17,9	100
1987	74,6	0,6	7,3	2,0	15,6	100
1988	75,1	0,6	9,9	2,3	12,1	100
1989	68,8	1,8	11,9	3,0	14,4	100
1990	66,0	2,9	12,6	3,2	15,2	100
1991	63,8	2,3	15,6	3,5	14,8	100
1992	64,2	2,3	16,6	3,0	13,9	100

1) inkl. Bundesschatzscheine.

Quelle: OeNB, Statistische Monatshefte, eigene Berechnung.

Am Gesamtbestand inländischer Investmentfonds (IF) beträgt nämlich der Anteil der in- und ausländischen Rentenwerte rund 80 Prozent, wobei dieser Wert im Betrachtungszeitraum leicht gestiegen ist. Zwar konnten die inländischen Anteilswerte von unbedeutenden 0,1 Prozent (aufgerundet) auf unbedeutende 2,3 Prozent zulegen, bei den entsprechenden ausländischen Werten ist jedoch ein gegenläufiger Trend zu beobachten.

Das „stürmische“ Wachstum der inländischen Anteilswerte (siehe Tabelle 8) ist v. a. darauf zurückzuführen, daß bei einem relativen Anteil von weniger als einem 1/10 Prozent doch ein erheblicher Aufholbedarf zu orten ist, der bis 1990 für derart hohe Wachstumsraten sorgte.

**Tabelle 8:****Veränderungen der Bestandspositionen inländischer Investmentfonds  
Jahresdurchschnitte in Prozent**

	Gesamt	Inl. Renten- werte <sup>1)</sup>	Inl. Anteils- werte	Ausl. Renten- werte	Ausl. Anteils- werte	Sonstiges
83–86	37,5	40,5	179,1	20,0	19,9	37,6
87–91	18,7	15,1	56,0	38,3	32,7	17,6
90–91	5,6	1,9	–14,4	30,3	12,1	3,3
91–92	6,1	6,9	4,2	12,9	–7,2	–0,5

1) inkl. Bundesschatzscheine.

Quelle: OeNB, Statistische Monatshefte, eigene Berechnung.

Der jähre – wenngleich nicht überraschende – Einbruch der Wiener Börse führte auch bei den Anteilswerten der IF 1991 zu einem Einbruch und 1992 zu einem geringeren Wachstum als zuvor. Neben dem Geschehen an der (und um die) Wiener Börse war es vermutlich auch die Zinslandschaft (hohes Zinsniveau und anhaltend inverse Zinskurve), die 1990–92 zu einer Verlangsamung der Zuwachsraten des Sparsen in IF beitrug. Die Konstellation der Zinsen lässt auch erwarten, daß diese Entwicklung nicht das Ende oder gar die Umkehr eines Trends darstellt. Denn eines der wichtigsten Motive zur Anlage in Investmentfonds (Optimierung des Ertrags-Risiko-Verhältnisses) fiel in diesen Jahren insoweit nicht ins Gewicht, als Staatsanleihen und Bundesschatzscheine (und in Folge auch Spareinlagen) vergleichsweise hohe Renditen trugen. Eine „Normalisierung“ der Zinsstruktur sollte daher auch wieder zu verstärkter Nachfrage nach Investmentfonds führen.

Inwieweit dabei Preis- bzw. Mengeneffekte (Q) für die Entwicklung der inländischen Anteilswerte in den Bestandspositionen der Investmentfonds zu Buche schlugen, soll im folgenden geschätzt werden. Dazu werden die tatsächlichen Portfolios (PF) den PF gegenübergestellt, wie sie sich entwickelt hätten, hätte es keine Zu- oder Abgänge an Zertifikaten gegeben. Und zwar für „A“ unter der Annahme, daß das tatsächliche PF langfristig den Gesamtmarkt – repräsentiert durch den Wiener Börsenkammerindex (WBK) – nicht übertrifft. Das PF sei also entweder passiv verwaltet („*Index-Tracking*“) oder im Falle eines aktiven (informationsinduzierten) Managements seien die verwendeten Informationen zu gleichen Teilen wertlos („*noise*“) und wertvoll. Im Szenario „B“ verfügen die Fondsmanager über überdurchschnittliche Information, sodaß sie den Markt im Durchschnitt um 2 Prozent übertreffen.

**Tabelle 9:**

**Mengeneffekte des Anlagenverhaltens in inländischen Anteilswerten  
bei Investmentfonds**

	WBK	PF	A <sup>1</sup>	B <sup>2</sup>	Q <sub>A</sub> <sup>3</sup>	Q <sub>B</sub> <sup>3</sup>
1983	113,23	6	—	—	—	—
1984	119,58	14	6,34	6,39	7,66	7,61
1985	275,35	162	32,23	32,52	129,77	129,48
1986	261,69	364	153,96	157,20	210,04	206,80
1987	206,91	405	287,80	295,08	117,20	109,92
1988	242,70	770	475,05	483,15	294,95	286,85
1989	511,51	2.739	1.622,84	1.638,24	1.116,16	1.100,76
1990	502,26	4.375	2.689,47	2.744,25	1.685,53	1.630,75
1991	418,98	3.744	3.649,58	3.737,08	94,42	6,92
1992	348,46	3.903	3.113,83	3.188,71	789,17	714,29

1) A = PF<sub>t-1</sub> WBK2) B = PF<sub>t-1</sub> (WBK + 0,02)

3) Q = PF – A resp. B. Vereinfachend sei also angenommen, daß die Neuzugänge zu konstanten Preisen erfolgten.

Quellen: Wiener Börsenkammer, OeNB, eigene Berechnung.

Unter den getroffenen Annahmen zeigt der Mengeneffekt den Trend zum institutionellen Investmentsparen noch deutlicher, und es zeigt sich auch, daß ein (wenn auch schwächerer als inkl. Preiseffekt, siehe Tabelle 6) positiver Zusammenhang zwischen der Entwicklung des WBK und dem Zuwachs an Anteilswerten in den Investmentfonds besteht (14).

Der Wert für 1991 dürfte wohl eher einen Ausreißer darstellen, weil das erste Mal ein (etwas) breiteres Anlagepublikum Verluste zu verzeichnen hatte (15). 1992 wurde bereits wieder mehr nachgefragt, obwohl der WBK in diesem Jahr sich noch schlechter als 1991 entwickelte, sodaß zu vermuten ist, daß der WBK und die Zuwachsrate in Beteiligungswerten der Investmentfonds zwar positiv korrelieren, jedoch nur ihrer Abweichung vom allgemeinen Trend einer steigenden Nachfrage.

Damit aber von gesamtwirtschaftlich positiven Effekten von Seiten der IF (im Sinne einer Verbesserung der Finanzierungsstruktur) ausgegangen werden kann, sind tendenzielle Zuwächse in der Geldvermögensbildung in IF eine (beschränkt) notwendige, aber durchaus keine hinreichende Bedingung. Erst wenn von ihrer Anlagestruktur keine Verzerrungen zwischen Branchen und keine übermäßige Konzentration auf „blue chips“, die eher in liquideren Marktsegmenten zu finden sein werden, zu erwarten ist, können sie auch als hinreichendes Mittel betrachtet werden. Zwar stimmt es, daß angesichts der großen Volumina Liquidität in den gehaltenen Titeln erforderlich ist, doch könnten andererseits gerade IF ausgehend von ihrer ungleich besseren Möglichkeit der Diversifikation und einem ungleich besseren Verhältnis der Informationskosten

gegenüber individuellen Anlegern diese Möglichkeiten nutzen, um in Marktsegmente zu gehen, die zwar höhere Risiken aber auch höhere Ertragschancen mit sich bringen (16).

Um die damit aufgeworfenen Fragen zumindest ansatzweise beantworten zu können, werden im folgenden die Veranlagung der IF in österreichischen Beteiligungswerten untersucht. Die dabei ausgewählten IF repräsentieren rund 30 Prozent des Volumens, das IF insgesamt in österreichischen Beteiligungswerten halten. Zu den Daten sind noch einige Einschränkungen anzubringen, die jedoch die Grundaussagen nicht in Frage stellen sollten. Dabei stellt der unterschiedliche Geschäftsabschluß der verschiedenen Fonds sicherlich das größte Problem dar. Von den untersuchten Fonds sind vier reine „Aktienfonds“ (A, B, C, E), während D sowohl in verschiedenen Papieren als auch in verschiedenen Ländern veranlagt. Der Fonds „A“ legte für das Betrachtungsjahr (1991) seinen ersten Geschäftsbericht, was naturgemäß zu einer ATX-Lastigkeit führt (im Folgejahr wies dessen PF bereits eine höhere Diversifikation auf). „D“ (bzw. dessen Anteil an österreichischen Beteiligungswerten) und „A“ dennoch einzubeziehen, folgte der Überlegung, daß erstens auch am Gesamtbestand der inländischen Beteiligungswerte bei IF gemischte Fonds einen Anteil halten und daß zweitens im Betrachtungsjahr die Zahl neuer IF beträchtlich stieg (17).

**Tabelle 10:**

**Branchendiversifikation**

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	Su	Ge- wicht
A	21,81	12,57	36,61	–	–	4,2	–	16,96	7,85	–	–	100	1,52
B	8,24	7,31	28,44	10,52	3,98	3,39	15,22	15,80	0,72	2,62	3,76	100	15,87
C	5,07	5,31	20,97	10,38	0,20	5,88	20,19	7,73	12,65	–	11,62	100	32,37
D	65,15	–	–	–	–	–	–	34,85	–	–	–	100	2,28
E	11,35	15,92	24,62	5,93	3,61	0,28	14,13	17,45	1,59	2,26	2,87	100	47,97
Ø	10,21	10,7	23,67	7,87	2,43	2,64	15,73	14,43	5,09	1,5	5,73	100	100

A–E: siehe Text.

Branchen:

1. Banken.
2. Versicherungen.
3. Bauwirtschaft.
4. Brauereien.
5. Bergbau.
6. Chemie.
7. Maschinen- und Metallindustrie.
8. Elektro und Energie.
9. Lebensmittel.
10. Papier.
11. Sonstige (Holdinggesellschaften ohne Bankkonzession, Tourismus, Verkehr . . .)

Quellen: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen.

Dem großen Anteil der Bereiche Banken, Versicherungen, Bauunternehmen und Versorger an der Börsenkapitalisierung steht spiegelbildlich die hohe Konzentration des Vermögens der IF in diesen Sektoren gegenüber (die Sektoren 1, 2, 3 und 8 machen insgesamt 59,01 Prozent aus).

Dabei fällt auf, daß die Diversifikation mit der Größe der Fonds zunimmt. Die Vielzahl kleiner und kleinster Fonds in Österreich läßt also erwarten, daß ohne eine Marktbereinigung (die auch der Übersichtlichkeit nicht abträglich wäre) keine ausreichende Diversifikation in den einzelnen Fonds geschaffen werden kann. Wohl könnte dies aber durch eine Spezialisierung der Fonds untereinander erreicht werden, wenn diese bisherige „Nischen“ ausfüllen. Voraussetzung hierfür wäre allerdings ein entsprechendes Potential – sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite. Eine solche Segmentierung des IF-Marktes wäre zwar der Übersichtlichkeit ebensowenig zuträglich, ließe aber andererseits durchaus Effizienzgewinne in der Informationsgewinnung und -verarbeitung erwarten. Die Diversifikationsentscheidung zwischen den Branchen und Segmenten bliebe in diesem Falle jedoch wieder beim Anleger. Eine ausreichende Branchendiversifikation ist also nur zu erwarten, wenn die strukturelle Schwäche des österreichischen IF-Marktes (eine Vielzahl kleiner Fonds) (18) beseitigt wird und/oder spezialisierte Branchenfonds unter entsprechender Information(spflicht) von Anlegern gestreut nachgefragt werden (können).

**Tabelle 11:****Anteile in Marktsegmenten**

	1	2	3	4	5	6	Su	Ge- wicht
A	89,00	11,00	–	–	–	–	100	1,52
B	44,70	50,62	0,97	2,00	1,72	–	100	15,87
C	16,89	63,53	0,41	6,02	12,14	1,01	100	32,37
D	25,94	8,91	65,15	–	–	–	100	2,28
E	39,54	51,20	4,59	–	4,67	–	100	47,97
Ø	33,47	53,52	3,97	2,27	6,45	0,33	100	100

A-E: siehe Text.

Segmente:

1. ATX. 2. Amtlicher Handel. 3. Partizipationsscheine. 4. Freiverkehr. 5. Genusscheine.

6. Ausländische Aktien

Quellen: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen.

Ein ähnliches Bild ergibt sich bezüglich liquider/illiquider Marktsegmente. Je größer das verwaltete Volumen, desto mehr streuen die Fondsmanager (siehe Tabelle 11); von einer Vielzahl kleinerer Fonds ist also – ähnlich wie bezüglich der Branchendiversifikation – eine höhere

Konzentration in liquiden Segmenten zu erwarten, als dies bei Fonds mit ansprechendem Volumen der Fall wäre. Die oben angesprochene Spezialisierung, die auch hier für Verbesserung sorgen könnte, dürfte aber kurz- bis mittelfristig an die Grenzen des Marktpotentials stoßen. Da unter diesen Umständen von den „konventionellen“ IF keine entscheidenden Impulse für eine weitere Diversifikation zwischen Branchen und Marktsegmenten (was zu einem weiteren Auseinanderdriften von liquiden und illiquiden Segmenten führen würde) zu erwarten ist, scheint die Schaffung eines neuen, spezialisierten Anlagefonds mit spezifischen Anlagebestimmungen (Unternehmensbeteiligungsfonds, siehe unten) angezeigt.

## 5. Schlußfolgerungen

### 5.1 Investives Sparen und Wirtschaftspolitik

Auf die Arbeiten von Markowitz (19) und Tobin (20) sind die Erkenntnisse der Portfolioauswahl zurückzuführen. Sie erlauben es, durch die richtige Wahl von Titeln das Risiko eines Portfolios bis zum Marktrisiko zu senken. Handelt es sich dabei um Titel, deren Entwicklung nicht oder bestenfalls negativ korreliert, ist es auch möglich, bei gleichem Risiko, höhere Erträge (als der Markt) oder gleiche Erträge bei geringerem Risiko zu erzielen. Angesichts wachsender Komplexität und Unüberschaubarkeit der Finanzprodukte (wie etwa der Derivativenmarkt und der weltweite Handel von Werten rund um die Uhr) wurde und wird es für den individuellen Anleger zunehmend schwieriger, „sein“ optimales Portfolio zusammenzustellen. Dies mag auch einer der Gründe für das starke Wachstum der Finanzdienstleistungen v. a. in der Vermögensverwaltung sein.

Die Vermögensverwaltung („asset management“) ist allerdings erst ab einer gewissen Größe für Anbieter und Nachfrager interessant, da beträchtliche Overhead-Kosten bestehen. Durch ein Splitting der Anteile an einem zu verwaltenden Vermögen ist es möglich, aufgrund des hohen Fixkostenanteils Skalenerträge in Form von Kostendegressions- und Lerneffekten zu erzielen und diese Vorteile einem breiteren Publikum zugänglich zu machen. Im Modell der „open-end funds“ kann neben dem Ertragsrisiko (siehe oben) auch das Liquiditätsrisiko für den Anleger durch eine Rückkaufpflicht der Depotbank beschränkt werden.

Bedenken gegenüber solchen institutionellen Anlageformen bestehen hingegen bezüglich der Volatilitätsentwicklung der Kurse, da Fondsmanager aufgrund der hohen Transaktionsvolumina die Preisbildung empfindlich beeinflussen können (21). Blockhandel und computergestützte Arbitrageprogramme der Händler können ebenfalls zu einer erhöhten Volatilität der Kurse führen. Die OECD (22) kommt allerdings zum Schluß, daß sich die Kursvolatilität durch das vermehrte Auftreten in-

stitutioneller Anleger (v. a. im angloamerikanischen Raum) nicht signifikant erhöht hat (23).

Durch unterschiedliche Anlagestrategien, sowohl verschiedener Fonds untereinander als auch der Fonds gegenüber privaten Anlegern könnte diese Anlageform sogar zu stabileren Preisentwicklungen beitragen und zu einer Erhöhung des Wachstumspotentials insgesamt (siehe unten) führen. Wirtschaftspolitische Strategien, die auf eine Förderung des Wertpapierparens abzielen, könnten dabei an zwei wesentlichen Bereichen mit jeweils unterschiedlichen Anforderungen anknüpfen: Einerseits sogenannte Wachstumsaktien, also Beteiligungen an Unternehmen mit hoher Innovationskraft, und auf der anderen Seite Finanzierungserfordernisse für Klein- und Mittelbetriebe.

1. Die steigende Bedeutung von „*intangible investments*“ wie F&E, Humankapital, Organisationsstrukturen und Marketing für das Wachstum von Unternehmen steht oft in Konflikt mit kurzfristigen Ertragszielen. Finden Unternehmen (in diesem Bereich v. a. Großunternehmen) (24) keine strategisch orientierten Investoren (mit den nötigen Instrumenten), ist mit einer Ausdünnung des Wachstumspotentials der ganzen Volkswirtschaft zu rechnen. Als strategische Investoren kämen hier v. a. Pensionskassen, Investmentfonds und Versicherungsgesellschaften in Frage. Investoren mit derartigen Positionen (ob in Beteiligungen oder Anleihen) werden um so eher bereit sein, diese zu halten bzw. auszubauen, je besser
  1. sie kurzfristige Kursrisiken durch Derivative absichern können;
  2. eine praktikable Lösung für das Problem des Blockhandels es erlaubt, das Liquiditätsrisiko bei der Plazierung größerer Blöcke unter Beachtung eines Mindestmaßes an Transparenz zu minimieren (25);
  3. sie im Sinne einer aktiven Kontrolle ihre Eigentümerrechte auch bei einer Beteiligung unter 50 Prozent besser ausgestaltet sähen.
2. Das auslaufende Modell der Genußscheine, eine Art Eigenkapitalsurrogat, sorgt in Österreich – begrüßenswerterweise – für Diskussionen, wie das frei werdende Kapital wieder in österreichischen Unternehmen gebunden und somit die Risikokapitalquote der Klein- und Mittelbetriebe verbessert werden könnte. Dies wäre nicht zuletzt deshalb wünschenswert, weil gerade Klein- und Mittelbetriebe seit Mitte der achtziger Jahre eine erstaunliche Dynamik auch auf der Beschäftigungsseite aufweisen (26), gleichzeitig aber über eine relativ geringe Risikokapitalausstattung verfügen (siehe Kap 3). Hiebei könnte sich Österreich an einige erfolgreiche „Vorbilder“ des westlichen europäischen Auslands anlehnen, wo man auf ähnlich gelagerte Probleme mit durchaus übertragbaren Modellen reagierte. Neben Initiativen in Frankreich, Italien, Norwegen, Schweden und Großbritannien erwies sich hier das belgische Modell im Bereich der privaten Investoren als besonders erfolgreich (vgl. Tabelle 1) (27). Bei der Erklärung des Erfolges der Programme wird eine Begründung, die nur den Aspekt der steuerlichen Förderung beleuchtet, mit Sicherheit zu kurz greifen. Eine Beleuchtung des gesamten steuerlichen, wirtschaftspolitisch und

wirtschaftlichen Umfeldes würde aber den Rahmen dieser Arbeit sprengen, sodaß hier nur einigen grundsätzlichen Überlegungen Platz gegeben wird.

Im Lichte des oben Gesagten muß natürlich auch erwähnt werden, daß derartige Programme immer relativ zu anderen, teils konkurrierenden, teils komplementären Ansätzen zu sehen sind. So wird eine gleichzeitige Förderung risikolosen und risikotragenden Sparens in Summe wenig Wirkung auf die Struktur der Geldvermögensbildung zeigen, es kann also immer nur um die Behandlung verschiedener Spar- oder Anlageformen relativ zueinander gehen. Analog ist auch die Behandlung von Fremd- und Eigenkapital in den (Steuer-)Bilanzen der Betriebe zu sehen.

Grundsätzlich böten sich zur spezifischen Förderung investiven – und damit produktionsnäheren – Sparens zwei Ansatzpunkte, und zwar die Ausgaben für das Sparen einerseits und die erzielten Erträge andererseits. Bei der Ausgestaltung ersterer Variante, der Behandlung der Ausgaben als das zu versteuernde Einkommen vermindernde Sonderausgaben ist zunächst an die Ausdehnung des Sonderausgabenrahmens um den Tatbestand „Beteiligungssparen“ (auch auf unterbörslicher Ebene, und zwar individuell oder kollektiv über spezialisierte Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBG) zu denken (28). Für diese Form des Anreizes spräche die mögliche flexible Ausgestaltung, da der Investor dabei nicht an bestimmte Produkte, sondern nur an Arten der Beteiligungen gebunden ist. Unter wettbewerbspolitischen Aspekten wäre diese Variante insofern zu begrüßen, als sie den Wettbewerb sowohl zwischen als auch unter verschiedenen Anlageformen intensivieren würde, solange sichergestellt ist, daß im Fall der Beteiligung an einer UBG der Fondsmanager nicht weiß, ob er für einen Investor mit oder ohne Ausnutzung eines Steuervorteils tätig wird. Die Verwirklichung eines solchen Modells stößt aber insofern an Probleme, als für das PF (mit entsprechenden Mindestanteilen in Beteiligungen) eine Bindefrist vorzusehen wäre, die den Investor im PF, nicht aber in einzelnen Papieren binden. Dies erfordert zum einen ein sehr aktives PF-Management, z. B. auch, wenn sich die Zusammensetzung aufgrund von Preiseffekten verschiebt, und zum anderen einen schwer zu administrierenden Kontrollaufwand seitens der Finanzbehörde (im Falle der individuellen Anlage), der jedoch unter zunehmendem Einsatz von Elektronik nicht das Hauptargument darstellen sollte. Von einem solchen Programm wären wahrscheinlich in den ersten Jahren seiner Einführung nicht allzu große Effekte zu erwarten, da bei bestehender Ausnutzung des Sonderausgabenrahmens erst allmählich Umschichtungen zu erwarten sind. Eine Ausdehnung der Höhe des Sonderausgabenrahmens käme aber einer Negativsteuer für obere Einkommensschichten gleich und erscheint somit verteilungspolitisch zumindest nicht unproblematisch.

Setzt man nicht bei den Ausgaben, sondern bei den Kapitalerträgen an, wäre ebenso unter allen Umständen darauf zu achten, daß es wiederum zu einer klaren Trennung zwischen dem Anreiz für die Entscheidung des Investors, in investive Sparformen zu gehen und der Sparform als

Produkt kommt, und wettbewerbspolitisch gesehen kann nur ersteres förderungswürdig sein. Um die Vergleichbarkeit von Renditen zu gewährleisten, sollte vermieden werden, daß Steuervorteile direkt an das Produkt geknüpft werden und daher im Preis vorweggenommen werden. Dies kann – wie oben – nur bedeuten, daß der Manager einer UBG nicht weiß, für welchen Investor er tätig wird. Probleme bei dieser Art der Förderung zeichnen sich bei der Definition dessen ab, was zur Befreiung von einer Kapitalertragssteuer berechtigen soll. Abzuwägen gilt es hier zwischen lenkungs- und wettbewerbspolitischen Aspekten, natürlich unter Beachtung einer verteilungspolitischen Verträglichkeit. Während lenkungspolitisch eine möglichst enge Definition angezeigt erscheint, sprächen wettbewerbspolitische Überlegungen für eine möglichst breite Definition jener Beteiligungen, die von einer Kapitalertragssteuer befreit werden sollen. Verteilungspolitisch wäre bei subjektgebundenen Höchstgrenzen für solche Freistellungen anzusetzen (29).

Von Seiten institutioneller Investoren, ohne die eine nachhaltige Belebung eines Finanzplatzes nicht vorstellbar ist, wäre – neben den oben genannten Bedingungen – ein nachfrageseitiger Impuls dann zu erwarten, wenn etwa neu abgeschlossene Verträge mit Lebensversicherungen nur dann als Sonderausgabe geltend zu machen sind, wenn ein nicht zu unterschreitender Anteil des Deckungsfonds in Beteiligungspapieren gehalten wird, der unter Risikoaspekten allerdings auch nach oben zu begrenzen wäre. Mit Vorschriften bezüglich eines bestimmten zu haltenden Anteils an Beteiligungen im Rahmen der Abfertigungs- und Pensionsrückstellungen, sowie einer weiteren Promotion der Pensionskassen (wo das Vorbild der österreichischen Verstaatlichten Industrie leider noch wenig Nachahmer fand), könnten auch von der Unternehmensseite zusätzliche Mittel auf den österreichischen Kapitalmarkt gelenkt werden.

## 5.2 Nötige Rahmenbedingungen

Zusammenfassend läßt sich festhalten, daß auch in Österreich ein Trend von liquiden zu höherwertigen Anlageformen zu erkennen ist (siehe Kapitel 4.2). Darüber hinaus läßt sich auch bei der Betrachtung kürzerer Fristen zeigen, daß die Präferenzen in der Geldvermögensbildung durchaus nicht unbeeinflußbar sind. Daher ergäben sich für wirtschaftspolitische Maßnahmen durchaus erfolgversprechende Handlungsmöglichkeiten, um private Ersparnisse in den österreichischen Kapitalmarkt zu lenken und somit für eine nachfrageseitige Belebung des Finanzplatzes Wien zu sorgen.

Freilich reichen weder eine grundsätzliche Bereitschaft privater Investoren noch ein wirtschaftspolitischer Stimulus dazu aus, um am zunehmend internationalisierten Finanzmarkt wettbewerbsfähig zu sein. Daher ist es Voraussetzung, auf der Angebotsseite glaubwürdig und nachhaltig Bedingungen dafür zu schaffen, daß nicht „Casinokapitalisten“

(30) mit kurzfristigen Profitmotiven den ohnehin nicht besten Ruf der Wiener Börse weiter schädigen.

Denn gerade im Finanzsektor wird es wie in kaum einem anderen Sektor einsichtig, daß es sich bei ökonomischen Entscheidungen immer um die Einschätzung *erwarteter* Nutzen/Profite handelt. Wie in Akerlofs „Market for Lemons“ (31) kennt der Nachfrager nämlich immer nur die durchschnittliche Qualität der ihm angebotenen Produkte und kann die tatsächliche Qualität erst nach „Ablauf“ der Finanzdienstleistung erfahren. Ein potentieller Investor befindet sich daher in einer Situation von Informationsasymmetrie. In einer solchen besteht aber die Gefahr, daß das „Greshamsche Gesetz“ in abgewandelter Form seine Wirkung entfaltet, und die schlechte die gute Qualität verdrängt, bis bei entsprechenden Nachfragefunktionen der Markt gänzlich zum Erliegen kommt. Bei verstärkter internationaler Konkurrenz unter den Finanzmärkten wird eine Börse nicht zuletzt daran gemessen werden, wie man sich dieser Informationsasymmetrien annimmt.

Vor allem beim Instrument der Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, das das auslaufende Genußscheinmodell ersetzen soll, wird es darauf ankommen, durch noch weitergehende Publizitäts- und Kontrollvorschriften als bei anderen Finanzintermediären das Fehlen der Kontrolle der Beteiligungswerte an der Börse zu kompensieren. Dabei kann es sich freilich nicht um die Steuerung jedes einzelnen Geschäftsrisikos handeln, das im Sinne eines Anlegerschutzes zu kontrollieren ist, sondern vielmehr um die Begrenzung des Systemrisikos durch geeignete Kennzahlensteuerung. Neben einer Ausweitung der Bankenaufsicht auf diese Finanzintermediäre sind hierzu auch Organisationen aufgerufen, die sich mit Anlegerschutz und -information als Konsumentenschutz beschäftigen sollten. Um etwaige Interessenskonflikte zwischen Investmentfonds und Depotbank von vornherein auszuschließen, ist es zu begrüßen, daß – entsprechend des Art 10 der OGAW-Richtlinie der EG – ähnlich strenge Unvereinbarkeitsbestimmungen wie im deutschen Kapitalanlagegesellschaftsgesetz eingeführt wurden und (hoffentlich) durchgesetzt werden.

Nach internationalen Maßstäben gestaltete Kennzahlen stellen aber für jedes Unternehmen, das um Risikokapital wirbt, ein Gebot der Stunde dar. So sollten Geschäfts- und Quartalsberichte neben den geforderten Kennzahlen und Prognosewerten (32) auch methodische Hinweise enthalten, wie Bewertungen zustande gekommen sind, und neben Buch- auch Marktwerte von Aktiven enthalten. Denn ein potentieller Investor wird sich „im Zweifelsfall gegen den Angeklagten“ entscheiden, also nicht publizierte Reserven und Rückstellungen auch als nicht vorhanden ansehen (33).

Im Bereich des Wertpapierhandels ist die Glaubwürdigkeit zumindest in Zweifel zu ziehen, wenn man versucht, durch Börsen-Design, Ethik-Standards, Standard Compliance Codices (34) und die Schaffung eines Straftatbestandes „Insiderhandel“ des Problems Insiderhandel Herr zu werden, gleichzeitig aber anonyme Wertpapierkonten unberührt lässt.

Eine effiziente Preisbildung, eine der wesentlichsten Voraussetzungen für das „Funktionieren“ einer Börse, ist unter solchen Umständen kaum vorstellbar.

Einer effizienten Preisbildung dienlich wäre auch ein elektronisches Auftragsbuch, das für möglichst zeitgleiche Information über das Marktgeschehen für alle Marktteilnehmer sorgen soll, aber auch mittels Aufzeichnung eines „audit-trails“ bis zum Auftraggeber im Kampf gegen Insiderhandel eingesetzt werden könnte. Als Betrug bzw. Insiderhandel i. w. S. sind auch Praktiken wie Scheinaufträge im periodischen und „front-running“ im Fließhandel zu zählen. Scheinaufträge zielen darauf ab, den Preis in eine gewünschte Richtung zu manipulieren, wobei der Auftrag rechtzeitig vor dem Handelszeitpunkt zurückgezogen wird. Diese Praktik ließe sich durch zeitliche Variation des Handels eines bestimmten Titels innerhalb eines Intervalls bekämpfen (35). Um eine Verfolgung des „front-running“ – also das Ausnutzen einer Preisdifferenz bei Vorliegen eines Kundenauftrags – zu erleichtern, sollten Aufträge im Auftragsbuch als Eigen- oder Kundenauftrag zu kennzeichnen sein.

Will man am Universalbankensystem festhalten, wofür zahlreiche Argumente ins Treffen zu führen sind, wird man aber angesichts der überragenden Bedeutung von Banken im Wertpapierhandel nicht umhin können, eine „chinesische Mauer“ zwischen Kredit- und Wertpapierabteilung zu ziehen. Am glaubwürdigsten erscheint dabei, die Wertpapierabteilung rechtlich und örtlich auszugliedern (im übrigen entspricht dies auch der Idee des Profitcenters und einer allgemeinen Tendenz vom Zins- zum Dienstleistungsgeschäft).

Nur durch ein Bündel solcher Maßnahmen kann die Attraktivität und Glaubwürdigkeit des Finanzmarktes Wien in einer Art sichergestellt (bzw. hergestellt) werden, daß die Vision „Wien als Finanzplatz für Mitteleuropa“ mehr als eine Vision wird.

## Anmerkungen

- (1) Vgl. Mooslechner (1988) 16 f.
- (2) Vgl. OECD (1987) 154 f.
- (3) Ebenda.
- (4) Auch die neuen Haftkapitalrichtlinien für Banken zielen sinnvollerweise auf die Begrenzung derartiger Risikokonzentrationen ab.
- (5) Modigliani, Miller nach Brealey, Myers (1991) 397 ff.
- (6) Die Vergleichswerte der OECD liegen vergleichsweise höher, ein Schluß aus dieser Tatsache, daß die Situation eigentlich besser sei, ist insofern nicht zulässig, als große Unternehmen und ertragsstarke Unternehmen im OECD-Sample „Österreich“ dadurch überrepräsentiert sind, daß nur Unternehmen, deren Wechsel bei der Nationalbank rediskontierbar sind, in die Statistik Eingang finden (vgl. OECD [1991], 272).
- (7) Zur Frage der technischen Effizienz und Innenfinanzierung siehe Kap. 2.
- (8) Dies erklärt auch den vermeintlichen Widerspruch der Zunahme der Fremdfinanzierung und steigender EK-Quoten.
- (9) Vgl. Aktienforum (1993 b).

- (10) Vgl. OeNB, Bilanzkennzahlen der österreichischen Industrieunternehmen.
- (11) Vgl. dazu: Elemente des Lebenszyklusmodells der Sparentscheidung, in: Mooslechner (1989) 15 ff.
- (12) Vgl. Brealey, Myers (1991) 136.
- (13) Gugerell, Wenko (1988) 36 ff.
- (14) Ein negativer brächte langfristigen Anlegern sicherlich höhere Erträge und eine stabilere Preisentwicklung, weil ein Investor, der sein Portfolio in einer schwachen Börsenphase erwirbt, „billig“ kauft. Eine solchermaßen verstärkte Nachfrage bei niedrigen Kursen würde in Folge auch die Kursvolatilitäten reduzieren.
- (15) Vgl. dazu Standardabweichung und Risikoprämie in Tabelle 3.
- (16) In diesem Zusammenhang ist es äußerst bedenklich, wenn enge Marktsegmente noch weiter unattraktiv gemachten werden sollen, indem Mindestgrößen für Aufträge von Kleinanlegern gefordert werden, die ein Vielfaches der Tagesumsätze mancher Nebenwerte ausmachen (vgl.: Die Presse, „Aktionäre werden zu Fondsteilhabern“, 11. August 1993).
- (17) Dies erklärt auch einen positiven Mengeneffekt bei gleichzeitigem Nettoabbau bei einzelnen Fonds in diesen Jahren; vgl. Tabelle 9, „Mengeneffekt“ bzw. Geschäftsberichte der IF.
- (18) Anders als bei Banken (vgl. Tichy (1993) 180 f.) sind bei IF doch Skalenerträge zu erwarten, da bei ihnen der Fixkostenanteil wesentlich höher liegt und die variablen Kosten nicht durch Volumen sondern durch die Anzahl der Transaktionen bestimmt werden, sofern die Transaktionen klein genug sind, keine Preiseffekte auszulösen.
- (19) Markowitz (1952) 77 ff.
- (20) Tobin (1958) 65 ff.
- (21) Vgl. dazu OECD (1987) 160.
- (22) Ebenda.
- (23) Siehe auch Kapital 4.1.
- (24) Vgl. OECD (1987) 166 f.
- (25) Vgl. Hahn (1992) 23 f.
- (26) Zu berücksichtigen ist hier jedoch auch der Trend zu kleineren Produktionseinheiten innerhalb eines Unternehmens. Mangels Verfügbarkeit anderer Zahlen ist also dabei auf rechtlich, nicht notwendigerweise wirtschaftliche Unabhängigkeit abgestellt.
- (27) Zu Einzelheiten der Programme siehe: Aktienforum (1993 a).
- (28) Da einem kleinen Anleger der Optimierung seines Ertrags-Risiko-Verhältnisses für eine Investition in Klein- und Mittelbetriebe hohe Informationskosten im Wege stehen, könnte ein solcher Intermediär, der sich auf Investitionen in Klein- und Mittelbetriebe spezialisiert, erstens die Informationskosten eines potentiellen Anlegers und zweitens die Suchkosten der Unternehmen reduzieren.
- (29) Das neu geschaffene Instrument der Mittelstandsförderungsgesellschaft sieht in etwa eine solche Konstruktion vor. Neben der KÖST-Befreiung für die Gesellschaft sieht die Einkommenssteuerreform eine Anrechnung/Rückerstattung der Kapitalertragssteuer in der Einkommenssteuererklärung seitens des Investors bis zu einer Höchstgrenze von öS 200.000,- Nominale vor.
- (30) Vgl. Zinn (1993) 66.
- (31) Vgl. Akerlof (1970) 488 ff.
- (32) Vgl. Finanzmarkt Austria (1993).
- (33) Vgl. Kaufmann (1993) 55 f.
- (34) Vgl. Finanzmarkt Austria (1993) 65 ff.
- (35) Vgl. Scheffrahn (1992) 101.

## Literatur

- Akerlof, G. A., The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics 84 (1970).
- Aktienforum, Maßnahmen zur Verbesserung der Aufnahmefähigkeit des heimischen Kapitalmarktes (Wien 1993 a).

- Aktienforum, Vorschläge zur Verbesserung der Eigenkapitalfinanzierung in Österreich (Wien 1993 b).
- Brealey, R. A.; Myers, S. C., *Principles of Corporate Finance*. (New York 1991, 4. Aufl.).
- Finanzmarkt Austria, Beschlüsse der 2. Sitzung der Strategiegruppe (Wien 1993).
- Gugerell, G.; Wenko, I., *Strukturveränderungen in der Geldvermögensbildung bei Banken und Nichtbanken*. In: *Schriftenreihe des Österreichischen Forschungsinstituts für Sparkassenwesen* 2 (1989).
- Hahn, F., *Organisation, Strukturen und Handelsmechanismen der Wertpapierbörsen im internationalen Vergleich* (Wien 1992).
- Kaufmann, H., *Transparenz schafft Vertrauen*. In: *Schweizer Bank* 5 (1993).
- Markowitz, H. M., *Portfolio Selection*. In: *Journal of Finance* 7 (1952).
- Mooslechner, P., *Unternehmensfinanzierung: Elemente einer makroökonomischen Perspektive*, in: *Gemeinwirtschaft* 4 (1988).
- Mooslechner, P., *Sozioökonomische Strukturen der privaten Geldvermögensbildung* (Wien 1989).
- OECD, *OECD Financial Statistics, Part 3: Non-Financial Enterprises Financial Statements*.
- OECD, *OECD Financial Statistics: Methodological Supplement* (Paris 1991).
- OECD, *Structural Adjustment and Economic Performance* (Paris 1987).
- OeNB, *Statistische Monatshefte*, diverse Ausgaben.
- OeNB, *Bilanzkennzahlen österreichischer Industrieunternehmen*, diverse Jahrgänge.
- Scheffrahn, R., *Gestaltung einer wettbewerbsfähigen Börse Schweiz* (Bern, Stuttgart, Wien 1992).
- Tichy, G., *Auswege aus der Ertragskrise der Banken?*, in: *ÖBA* 3 (1993).
- Tobin, J., *Liquidity Preference as Behavior toward Risk*. In: *Review of Economic Studies* 25 (1958).
- Zinn, K. G., *Die neue Qualität des Finanzkapitals*. In: *Wirtschaft und Gesellschaft* 19/1 (1993).

#### Jahres- und Geschäftsberichte:

- C & C Austria Invest, (A) für das Geschäftsjahr 1990/91, Wien.
- CA – A5, (B) für das Geschäftsjahr 1990/91, Wien.
- EKA-Stock Austria (C) für das Geschäftsjahr 1990/91, Wien.
- Sparinvest (D) für das Geschäftsjahr 1990/91, Wien.
- Vienna Invest (E) für das Geschäftsjahr 1990/91, Wien.
- Wiener Börsenkammer, 1993: *Jahresbericht 1992*, Wien.