

Institutionen und Strukturen des österreichischen Kapitalmarktes

Einleitung

Der vorliegende Aufsatz versucht, die Bedeutung des österreichischen Kapitalmarktes im Rahmen der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsströme darzustellen. Er beschränkt sich auf die Besprechung der Daten, ohne auf die Verhaltensweisen der Marktteilnehmer und die Wechselbeziehungen zwischen den Marktkräften einzugehen; dieser Fragenkomplex muß einer weiterführenden Arbeit vorbehalten bleiben. Hier wird zunächst versucht, die Begriffe des behandelten Arbeitsgebietes abzugrenzen, auf Lücken und Mehrfachzählungen in der statistischen Erfassung hinzuweisen, Strukturen und Entwicklungen an Hand einzelner Finanzierungsinstrumente sowie die wichtigsten Schuldner- und Gläubigergruppen auf dem Rentenmarkt gemeinsam mit den institutionellen Rahmenbedingungen darzustellen. Die Arbeit schließt mit einer kurzen Diskussion einiger Probleme des österreichischen Kapitalmarktes

Einige Begriffsbestimmungen

Der *Kapitalmarkt* kann als Finanzmarkt definiert werden, auf dem Finanzierungsmittel mittel- bis langfristig bereitgestellt und nachgefragt werden; die dabei entstehenden Schuld- und Forderungstitel sind verbrieft und können marktmäßig (auf dem Sekundärmarkt) gehandelt werden

Unter *Finanzierungsmitteln* versteht man Zahlungsmittel, über die der Kapitalgeber jederzeit frei verfügen kann. Der Begriff der mittel- bis *langfristigen* Finanzierungsmittel bedeutet hier, daß ein Marktteilnehmer (der Anbieter von Finanzierungsmitteln oder Kapitalgeber) seine Verfügungsgewalt einem anderen Marktteilnehmer (dem Nachfrager nach Finanzierungsmitteln oder Kapitalnehmer) auf längere (bestimmte oder unbestimmte) Zeit überträgt und dafür ein titriertes Forderungsrecht oder ein Mitgliedschaftsrecht an einem Vermögen erhält. In der Bilanz des Kapitalgebers findet ein Tausch zwischen kurz- und langfristigen Aktiva, in der des Kapitalnehmers eine Bilanzverlängerung statt. Die zeitliche Untergrenze von "langfristig" kann nicht eindeutig festgelegt werden, sie wird in Österreich in der Regel mit fünf Jahren angesetzt, die von "mittelfristig" mit

einem Jahr Wertpapiere mit ursprünglich geringerer Laufzeit sind dem Geldmarkt zuzurechnen.

Titrierte Schuldtitel sind solche, bei denen das Forderungsrecht — oder bei Aktien das Teilhaberrecht — in Wertpapierform verbrieft ist. Das Recht selbst kann nur vom Besitzer der Urkunde unter ihrer Rückgabe geltend gemacht werden. Daher steht auf dem Kapitalmarkt zwar der Schuldner von vornherein fest, der Gläubiger aus dem Kreditgeschäft kann sich hingegen durch Übertragung des Wertpapiers ändern

Finanzierungsinstrumente des österreichischen Kapitalmarktes

Nach den auf dem Kapitalmarkt befindlichen Wertpapieren unterscheidet man einen Teilmarkt für festverzinsliche Wertpapiere (*Obligationenmarkt*) und einen für Risikopapiere (*Aktienmarkt*). Festverzinsliche Wertpapiere repräsentieren ein verbrieftes finanzielles Forderungsrecht, das auf einen bestimmten Betrag lautet, auf bestimmte Zeit eingeräumt wird, und dessen Ertrag im voraus fixiert ist. Demgegenüber sind Risikopapiere verbrieftes Teilhaberrechte am Vermögen einer Unternehmung. Dieses Recht wird auf unbestimmte Zeit eingeräumt, und der Ertrag daraus ist nicht von vornherein bestimmt. Eine Mittelstellung zwischen Aktien- und Obligationenmarkt nehmen die — statistisch dem Obligationenmarkt zugerechneten — *Wandelschuldverschreibungen* ein. Sie können vom Gläubiger in einem im voraus bestimmten Zeitpunkt zu feststehenden Bedingungen in Aktien eingelöst werden. Eine über die einzelnen Teilmärkte greifende Bedeutung haben auch die *Investmentzertifikate* von Kapitalanlage-Gesellschaften. Sie bescheinigen Miteigentum an einem Wertpapier- oder Liegenschaftsfonds. Beim Erwerb von Investmentzertifikaten werden — ebenso wie beim Wertpapiererwerb auf dem Sekundärmarkt — keine originären Finanzierungsmittel bereitgestellt. Wohl aber muß das Fondsvermögen dem Wertpapierumlauf zugerechnet werden. Nach der Art des Fondsvermögens unterscheidet man zwischen Aktienfonds, Rentenfonds und Immobilienfonds; Mischformen treten auf, wenn beispielsweise Aktienfonds durch Rentenwerte angereichert werden. In Österreich gab es Ende 1978 zehn Investmentfonds mit einem Gesamtvermögen von

4,1 Mrd S; davon waren 2,0 Mrd S in inländischen Rentenwerten, 0,1 Mrd S in inländischen Aktien und 1,3 Mrd S in ausländischen Wertpapieren angelegt¹⁾.

Auf dem Markt für festverzinsliche Wertpapiere wird eine Vielzahl von Papieren gehandelt, deren Formen und Konditionen nach den Erfordernissen der Marktteilnehmer ständig weiterentwickelt werden. Entsprechend den vom Kapitalmarktausschuß der österreichischen Kreditwirtschaft (KMA) verwendeten Definitionen wird dieser Markt in einen *Rentenmarkt* und einen *Markt für sonstige Schuldverschreibungen* unterteilt. In die zweite Kategorie fallen Bundesschatzscheine, Namensschuldverschreibungen, ausländische festverzinsliche Inhaberpapiere und inländische festverzinsliche Wertpapiere, die im Ausland zum Verkauf angeboten werden. Mit der Ausgliederung dieser sonstigen Schuldverschreibungen erhält man im Hinblick auf die österreichische Situation einen Rentenmarkt mit ziemlich homogenen Finanzierungsinstrumenten.

Die mittelfristigen Bundesschatzscheine (Laufzeit 3 bis 4½ Jahre²⁾) werden in Österreich nicht gehandelt, sie dienen ausschließlich dazu, Finanzierungsmittel durch die Kreditunternehmungen an den Staat bereitzustellen. Sie dürfen aber wegen ihres Umfangs im Gesamtzusammenhang aller Finanzmärkte nicht vernachlässigt werden. Ähnliches gilt für die Auslandemissionen von Österreichern, die die gesamtwirtschaftliche Liquidität und damit indirekt auch den Umfang des Rentenmarktes beeinflussen. Die Namensschuldverschreibungen sind der Menge nach unbedeutend; im Gegensatz zu Inhaberpapieren kann das Forderungsrecht grundsätzlich nur von dem im Papier genannten Gläubiger geltend gemacht werden; sie sind daher nicht börsenfähig, haben aber erhöhte Kurssicherheit. Übertragungen bedürfen (als Rektapapiere) der Zession oder (als Orderpapiere) des Indossaments. Im Gegensatz zu Inhaberpapieren (deren Emission eine Genehmigung des Bundesministers für Finanzen erfordert) können Namensschuldverschreibungen ohne solche Genehmigung ausgegeben werden³⁾.

Der von den Ausgliederungen bereinigte *Rentenmarkt* umfaßt folgende Gruppen von festverzinsli-

chen, auf Inhaber lautenden Schuldverschreibungen⁴⁾:

Einmalemissionen

- Anleihen i w S
- Anleihen i e S⁵⁾
- Fundierte Kreditinstitutsanleihen
- Nichtfundierte Kreditinstitutsanleihen
- Nachrangige Schuldverschreibungen
- Bundesobligationen

Daueremissionen

- Emissionen von Hypothekenbanken
- Pfandbriefe
- Kommunalbriefe
- Kassenobligationen
- Bankschuldverschreibungen
- Sonstige Daueremissionen⁶⁾

Rentenemissionen sind die "Ausgabe eines bestimmten Nominalbetrages gleichartig ausgestatteter" Schuldverschreibungen, wobei die Einmalemissionen gleichzeitig innerhalb einer bestimmten Frist, die Daueremissionen hingegen in einzelnen Teilbeträgen ohne Festsetzung einer Zeichnungsfrist zum Erwerb angeboten werden.

Die geläufigste Form der *Einmalemissionen* sind die Anleihen i w S. Darunter nehmen die Anleihen der Kreditinstitute eine besondere Stellung ein: Da sich die Kreditunternehmungen durch ihre eigenen Emissionen unter anderem auch die Mittel für den Erwerb von festverzinslichen Wertpapieren beschaffen, können solche Emissionen für bestimmte Fragestellungen als Doppelzahlungen erscheinen. Anleiheemissionen von Kreditunternehmungen — ausgenommen jene von *Sonderkreditinstituten* und *Finanzierungsgesellschaften* — wurden bisher immer nur in Form der "fundierten" Anleihen bewilligt, die durch einen gesetzlich geregelten Deckungsfonds⁷⁾ gesichert sein müssen, und die der mündelsicheren Anlage dienen können. Bundesobligationen haben (wie die Bundesschatzscheine) keinen Zeichnungsmarkt: Sie werden von der Republik Österreich angeboten und ausschließlich vom Kreditapparat in dessen Portfeuille übernommen. Nachrangige Schuldverschreibungen sind eine der Brücken zwischen Renten- und Aktien-

¹⁾ Siehe: Die Entwicklung des Kapitalmarktes im Jahre 1978. Mitteilungen des Direktoriums der Oesterreichischen Nationalbank, 4/1979.

²⁾ Neben den mittelfristigen gibt es auch kurzfristige Bundesschatzscheine (Laufzeit meist drei Monate mit Prolongierungsmöglichkeit), die als Kassenstärker verwendet werden. Sie müssen bis zum 31. Dezember jeden Jahres zurückgelöst sein, anderenfalls werden sie auf die mittelfristigen Bundesschatzscheine angerechnet. Sie können in einem bestimmten Ausmaß von der Oesterreichischen Nationalbank eskontiert werden (§41 des Nationalbankgesetzes) und werden in diesem Ausmaß auch auf die Mindestreserven angerechnet.

³⁾ Vgl. H. H. Haschek: Schuldverschreibungen von Sonderkreditinstituten, Österreichisches Forschungsinstitut für Sparkassenwesen Vierteljahres-Schriftenreihe 2/1979.

⁴⁾ Die folgende Aufstellung entspricht im Prinzip dem vom KMA erstellten Definitionskatalog wie er etwa in der monatlich erscheinenden "Kapitalmarkt-Dokumentation" der Österreichischen Kontrollbank AG (ÖKB) veröffentlicht wird.

⁵⁾ Einschließlich Wandelschuldverschreibungen.

⁶⁾ Diese Kategorie ist noch nicht formell in den "Definitionskatalog" für Rentenwerte aufgenommen.

⁷⁾ In den Deckungsfonds müssen Aktiva von bestimmter Qualität (mündelsichere Wertpapiere, Forderungen gegen die Republik Österreich) eingebracht und von den übrigen Bankaktiva getrennt verwaltet werden. Im Liquidationsfall werden die Gläubiger aus fundierten Bankschuldverschreibungen aus dem Deckungsfonds vorzugsweise befriedigt; dieser muß daher mindestens so hoch sein wie der Wert der in Umlauf befindlichen fundierten Bankschuldverschreibungen.

markt Die Gläubiger aus solchen Schuldverschreibungen kommen im Insolvenzfall erst nach der Befriedigung anderer Gläubiger zum Zug, doch ist ihr Haftungsumfang gegenüber dem Eigenkapital eingeschränkt⁸⁾

Zur Ausgabe von *Daueremissionen* waren bisher ausschließlich Kreditunternehmungen und der ERP-Fonds berechtigt Der ERP-Fonds erhielt 1976 eine einmalige Bewilligung für die Ausgabe von zehnjährigen Obligationen im Wert von 1,4 Mrd S Sie sind mittlerweile begeben und von Kreditunternehmungen übernommen worden Sonderregelungen bestehen für die Emissionen der Hypothekenbanken⁹⁾ (Pfandbriefe und Kommunalschuldverschreibungen), die dazu dienen, die Mittel für die Gewährung von hypothekarisch sichergestellten Krediten sowie für Kredite an Gebietskörperschaften aufzubringen Als (fundierte und nicht fundierte) "Bankschuldverschreibungen" werden Sonderemissionen bezeichnet, die von "Sonderkreditinstituten" (dazu zählen die Österreichische Investitionskredit AG, die Österreichische Kommunalkredit AG und die Österreichische Kontrollbank AG) begeben werden können und mit einer längeren Laufzeit als fünf Jahre ausgestattet sind Alle anderen Daueremissionen werden in Form von (fundierten oder nicht fundierten) Kassenobligationen begeben, deren Laufzeit höchstens fünf Jahre beträgt¹⁰⁾ Wegen der relativ kurzen Laufzeit ähneln die Kassenobligationen ihrer Funktion nach den Zeiteinlagen, sind jedoch ertragsflexibler, weil sie nicht dem Habenzinsabkommen unterworfen sind Für die Kreditunternehmungen haben sie weiters den Vorteil, daß sie überwiegend nicht unter die Mindestreservebestimmungen der Oesterreichischen Nationalbank fallen¹¹⁾ Die Emissionsgenehmigung für Daueremissionen wird als Rahmengaenehmigung erteilt, in der der Gesamtumfang der Emission festgelegt wird, der regelmäßig innerhalb des betreffenden Kalenderjahres ausgenutzt werden muß, um nicht zu verfallen

⁸⁾ Die erste österreichische Nachranganleihe wurde im Juni 1979 auf dem Eurobondmarkt begeben (vgl. K. Fuchs: Nachrangige Bankschuldverschreibungen, Österreichisches Forschungsinstitut für Sparkassenwesen, Vierteljahres-Schriftenreihe, 2/1979 S 59); die erste Schilling-Nachranganleihe ("Kapitalobligationen") wurde im Dezember 1979 emittiert.

⁹⁾ Es sind dies die Hypothekenbanken i. e. S. (Creditanstalt-Bankverein und Österreichisches Credit-Institut) sowie die öffentlich-rechtlichen Emissionsinstitute (neun Landeshypothekenbanken sowie die Pfandbriefstelle der Österreichischen Landes-Hypothekenbanken)

¹⁰⁾ Fundierte Kassenobligationen wurden bisher nur von der ÖKB begeben.

¹¹⁾ Gemäß Vereinbarung zwischen Kreditunternehmungen und OeNB vom 27. November 1972 wurden die Schilling-Verbindlichkeiten aus der Emission von Kassenobligationen in die Mindestreservepflicht einbezogen. Ab Anfang 1975 galt diese Pflicht nur noch für jene Emissionsverbindlichkeiten, die den Stand vom 30. November 1972 um mehr als 25% überstiegen (wobei Verkäufe von Kassenobligationen an Kreditunternehmungen nicht gezählt wurden); Mitte 1976 wurde dieser Prozentsatz auf 50%, Mitte 1977 auf 75%, Mitte 1978 auf 100% und Mitte 1979 auf 125% erhöht Diese Vereinbarung ist Ende 1979 ausgelaufen

Der Kapitalmarkt im Rahmen des gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssystems

Der Kapitalmarkt steht in engem Zusammenhang mit anderen Märkten für längerfristige Kredite, aber auch mit dem Geldmarkt, mit der Geldpolitik im In- und Ausland sowie mit der Entwicklung im realen Sektor der Wirtschaft Für eine Beurteilung der Größe, Bedeutung und Entwicklung des Kapitalmarktes muß daher ein gesamtwirtschaftlicher Bezug geschaffen werden Die Kapitalmarktanalyse müßte von einer gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsstatistik ausgehen, wie sie in anderen Ländern in Form der Geldstromrechnungen und Vermögensbestandsrechnungen besteht Eine derartige Statistik (für die in Österreich noch keine ausreichende Datenbasis vorhanden ist) enthält die wichtigsten finanziellen Transaktionen einer Volkswirtschaft, gegliedert nach Wirtschaftssektoren und Finanzierungstiteln, und stellt die Verbindung zu den realen Transaktionen der Volkswirtschaft her Untenstehend wird das Schema einer Finanzierungsmatrix skizziert, in der die für den Kapitalmarkt relevanten Transaktionen hervorgehoben sind Im oberen Teil der Matrix werden die Vermögensveränderungskonten der einzelnen Sektoren aus der Volkseinkommensrechnung dargestellt: Der Saldo zwischen Einnahmen und Ausgaben ergibt den sektoralen Finanzierungsüberschuß (bzw das -defizit) Für alle Sektoren zusammen (einschließlich des außenwirtschaftlichen Sektors) müssen sich Finanzierungsüberschüsse und -defizite ausgleichen Einem positiven Saldo in einem Sektor muß also ein negativer Saldo in mindestens einem anderen Sektor gegenüberstehen Die Transaktionen im realen (durch die Volkseinkommensrechnung erfaßten) Bereich der Volkswirtschaft und die damit verbundene Geldvermögensbildung spiegeln sich in den Finanztransaktionen und Finanzierungssalden Gibt ein Sektor mehr aus, als er in der betreffenden Periode einnimmt, dann muß die Diskrepanz entweder durch Auflösen finanzieller Aktiva oder durch Ausweiten der finanziellen Verpflichtungen abgedeckt werden Die Entwicklungen auf dem Kapitalmarkt werden durch diese Betrachtungsweise endogenisiert, sie hängen von einer Reihe realer Entwicklungen und von den Verhaltensweisen auf den anderen finanziellen Märkten ab Die *Wirtschaftssektoren* haben auf dem Kapitalmarkt entsprechend ihren Finanzierungssalden unterschiedliche Funktionen Die privaten Haushalte sind nur Käufer, nicht aber Emittenten von Wertpapieren Der öffentliche Sektor verhält sich umgekehrt: Er ist zwar wichtiger Emittent, tritt aber kaum als Käufer auf Die privaten Unternehmungen sind dagegen auf beiden Seiten des Marktes engagiert Durch diese institutionellen Gegebenheiten ist sowohl die Nachfrage- als auch die Angebotsseite des Kapitalmarktes eingeschränkt: Als Kapitalnehmer treten in erster Li-

Schema einer gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsmatrix

Sektoren Transaktionen	Private Haushalte		Private Unternehmungen		Bund		Sonstige öffentliche Haushalte		Finanzierungsinstitute		Ausland	
	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
Vermögensveränderungskonto	Sektorale Geldvermögensbildung (Einnahmen – Ausgaben)											
Veränderung von:												
Finanzierungskonto	Bargeld, Einlagen Anlagen bei Versicherungen	Direktkredite Darlehen der öffentlichen Hand	Bargeld, Einlagen Anlagen bei Versicherungen Auslandsverpflichtungen	Direktkredite Darlehen öffentlicher Stellen, Auslandsverpflichtungen	Einlagen Darlehen an sonstige öffentliche Haushalte	Direktkredite, Versicherungsdarlehen, Auslandskreditaufnahmen	Einlagen Darlehen an private Nichtbanken	Direktkredite, Versicherungsdarlehen Bundesdarlehen	Direktkredite, Auslandsaktiva	Einlagen, Auslands-passiva	Direkt- und Wertpapierkredite an inländische Sektoren Einlagen von Ausländern	Direkt- und Wertpapierkredite von inländischen Sektoren Einlagen bei Ausländern
	Wertpapierkredite an private Unternehmungen, den öffentlichen Sektor und Finanzierungsinstitute, Aktienwerb		Wertpapierkredite an Bund sonstige öffentliche Haushalte und Finanzierungsinstitute, Aktienwerb	Wertpapierkredite von privaten Haushalten und Finanzierungsinstituten, Aktienausgabe		Wertpapierkredite von privaten Nichtbanken und Finanzierungsinstituten		Wertpapierkredite von privaten Nichtbanken und Finanzierungsinstituten	Wertpapierkredite an den öffentlichen Sektor und private Unternehmungen	Wertpapierkredite von privaten Nichtbanken		

nie der öffentliche Sektor und private Unternehmungen, als Kapitalgeber die privaten Haushalte und Unternehmungen auf

Zu den *Aufgaben des Kapitalmarktes* in der Volkswirtschaft gehört es, gemeinsam mit den anderen Kreditmärkten die Finanzierungsüberschüsse einer Gruppe von Wirtschaftssubjekten mit den Finanzierungsdefiziten anderer Wirtschaftssubjekte auszugleichen. Im privaten Sektor sollte die Entwicklung der langfristigen Zinssätze, die als Preis für die Kapitale Dienste aufzufassen sind, die Angebots- und Nachfragesituation auf diesem Markt spiegeln. Der Zinssatz stellt die Beziehung zum realen Sektor her, weil der Preis für das langfristige Überlassen von Finanzierungsmitteln in Relation zur Ertragsrate der zu finanzierenden Investitionsprojekte stehen muß. Auf diese Weise kann dem Kapitalmarkt eine Ressourcenallokationsfunktion für den realen Sektor zukommen¹²⁾

Umfang und gesamtwirtschaftliche Bedeutung des österreichischen Kapitalmarktes

Die Bedeutung des Kapitalmarktes im gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssystem muß an Hand der Brutto-Finanzierungsströme gemessen werden, durch Aggregation der relevanten Aktiva oder Passiva aller Sektoren. Die zum Kapitalmarkt zählenden Finanzierungsströme wurden weiter oben mit Hilfe des nach Finanzierungsinstrumenten gegliederten Definitionskataloges umrissen. Diese "institutionelle" Ab-

grenzung kann allerdings die in der Praxis gegebene leichte Substitution zwischen langfristigen titrierten und nichttitrierten Krediten nicht berücksichtigen (z. B. die Kreditgewährung des Kreditapparates an den Bund in Form von Bundesobligationen und Direktkrediten). Dadurch enthält auch die mengenmäßige Abgrenzung des Kapitalmarktes ein willkürliches Element.

Die näherungsweise Einordnung des Kapitalmarktes in die Gesamtwirtschaft soll zunächst von der *Außenfinanzierung der österreichischen Nichtbanken* ausgehen, soweit sie durch inländische Geldinstitute, Versicherungsunternehmungen, den Rentenmarkt und das Ausland erfolgt.

In der gesamten Eigen- und Fremdmittelversorgung spielen die von den Kreditunternehmungen gewährten Direktkredite eine dominierende Rolle. Ihnen folgt der Nettoabsatz von Rentenwerten erst mit weitem Abstand, jedoch ist er — über einen längeren Zeitraum gesehen — bedeutender als etwa die Kreditaufnahmen aus dem Ausland. Vom Beginn der siebziger Jahre bis 1973 hat sich der Anteil der Rentenwerte als Finanzierungsbestandteil der Nichtbanken von 2,7% auf 12,7% erhöht, 1974 sank er auf 7,0%; das erklärt sich hauptsächlich mit dem inflationsbedingten Abgleiten der Realverzinsung von Rentenwerten in den negativen Bereich. Ein Jahr später nahm die Kreditnachfrage des Bundes insbesondere wegen der rezessionsbedingten Ausweitung des Budgetdefizits stark zu. Sie wurde von den überliquiden Kreditunternehmungen durch Käufe von Bundstiteln gedeckt. Damit begann eine neue Entwicklung, die seither praktisch nicht abgerissen ist: Der Rentenumlauf hat sich seither jährlich kräftig ausgeweitet. Daher erscheint der Rentenmarkt heute — im Gegensatz zu

¹²⁾ Siehe hierzu etwa H. Abele: Der österreichische Kapitalmarkt und die Gestaltung der Zinspolitik. Wirtschaftspolitische Blätter 3/1977

Übersicht 1

Außenfinanzierung des nichtfinanziellen Sektors¹⁾

	Ausland	Direktkredite der		Rentenwerte ⁴⁾	Bundes- schatzscheine	Aktienemis- sionen ⁵⁾	Summe	Anteil der	
		Kreditunter- nehmungen ²⁾	Vertragsversi- cherungen ³⁾					Direktkredite der Kredit- unternehmungen	Rentenwerte
Veränderung der Jahresendstände in Mrd. S									
								in %	
1967	7,1	10,1	0,9	3,1	0,8	0,1	22,1	45,7	14,0
1968	5,8	13,1	0,9	0,6	0,5	0,3	21,2	61,8	2,8
1969	0,1	21,3	1,1	—	2,3	0,1	24,9	85,5	—
1970	— 0,1	25,7	1,3	0,8	1,5	0,2	29,4	87,4	2,7
1971	— 0,2	35,7	1,4	2,0	1,9	0,2	41,0	87,1	4,9
1972	3,3	45,8	1,6	6,4	0,7	0,2	58,0	80,0	11,0
1973	4,3	28,5	2,1	5,9	5,3 ⁶⁾	0,3	46,4	61,4	12,7
1974	7,7	41,9	2,6	4,0	0,9	0,3	57,4	73,0	7,0
1975	22,9	42,6	2,5	18,2	2,8	0,6	89,6	47,5	20,3
1976	7,6	80,5	3,4	24,0	— 2,2	0,1	113,4	71,0	21,2
1977	17,0	67,1	3,8	19,8	— 1,6	0,1	106,2	63,2	18,6
1978	18,7	77,2	5,0	20,2	0,8	0,6	122,5	63,0	16,5

Q: Mitteilungen des Direktoriums der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB); Finanzschuldenbericht der Oesterreichischen Postsparkasse; Kapitalmarkt-Dokumentation der Oesterreichischen Kontrollbank AG (ÖKB); eigene Berechnungen — ¹⁾ Zum Finanzierungssektor zählen hier die Oesterreichische Nationalbank, die Kreditunternehmungen (KU) und die Vertragsversicherungen — ²⁾ Einschließlich Teilzahlungskredite — ³⁾ Inländische Forderungen an „Öffentliche Stellen“ und „Sonstige“ (ohne jene an Kreditunternehmungen) — ⁴⁾ Nettoemissionen an Rentenwerten ohne Emissionen von Kreditunternehmungen und ohne ausländische Emittenten — ⁵⁾ Kapitalaufbringung durch Kapitalerhöhung gegen Bareinzahlung von gehandelten Aktien (ohne Kapitalerhöhungen von Kreditunternehmungen und Vertragsversicherungen) — ⁶⁾ Inklusive 4 Mrd. S. Mehrwertsteuer-Überbrückungsfinanzierung

den sechziger und frühen siebziger Jahren — als ein „ausgereifter“ Markt, der durchaus mit jenen in anderen Industriestaaten verglichen werden kann. Die größte Bedeutung an der heimischen Außenfinanzierung der Nichtbanken erreichten die Rentenwerte 1976 mit 21,2%, seither gab es eine leichte Verschiebung zugunsten des Anteiles der Auslandskredite.

Diese Darstellung erfaßt nur einen Teil des Rentenmarktes. Ausgeklammert wurden insbesondere die von Kreditunternehmungen begebenen Schuldverschreibungen, weil sie nur in unbedeutendem Ausmaß den Kapitalbedarf der Banken zur Finanzierung ihrer eigenen Realinvestitionen decken, überwiegend aber der Kapitalbeschaffung für ihre Kreditgewährungen an Nichtbanken dienen.

Im Vergleich zur Fremdmittelversorgung ist die Mittelzufuhr durch Aktienemissionen ohne Bedeutung. Diese Beurteilung beruht auf den Kapitalerhöhungen gegen Bareinzahlung. Um auch hier Doppelzahlungen zu vermeiden (weil die Erlöse von Aktienausgaben letztlich der Kreditgewährung dienen können), wurde die Kapitalaufbringung um die Kapitalerhöhungen der Banken und Versicherungen bereinigt.

Das aus der Außenfinanzierung der Nichtbanken abgeleitete Bild über den Kapitalmarkt kann durch eine Aufschlüsselung der *Kapitalveranlagung der Nichtbanken* gefestigt werden. Ein einfacher Bestandsvergleich zeigt zunächst, daß am Jahresende 1978 die aushaftenden Direktkredite etwa doppelt so hoch und die Spareinlagenstände etwa eineinhalb Mal so hoch waren wie der gesamte Rentenumlauf. Im Laufe der siebziger Jahre haben sich diese Verhältnisse merklich zugunsten des Rentenumlaufes verschoben. Schaltet man die Wertpapierbestände der Kreditun-

ternehmungen aus und vergleicht die verbleibenden Rentenwerte mit einer weit gefaßten Definition des Geldvermögens der privaten Nichtbanken, dann zeigt sich allerdings eine im großen und ganzen proportionale Entwicklung dieser beiden Zeitreihen.

Die Dynamik des Rentenmarktes (gemessen an der jährlichen Veränderungsrate des Rentenumlaufes) war in den späten sechziger Jahren und noch zu Beginn der siebziger Jahre gering. Erst seit 1971 hat die

Übersicht 2

Wertpapierbesitz und Geldvermögen des nichtfinanziellen Sektors¹⁾

	Festverzinsliche Wertpapiere ²⁾		(1) in Prozent von (2)	Festverzinsliche Wertpapiere		(4) in Prozent von (5)
	Jahresendstände Mrd. S.	Veränderung der Jahresendstände %		Jahresendstände Mrd. S.	Veränderung der Jahresendstände %	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1967	27,2	167,2	16,3	—	—	—
1968	28,7	184,0	15,6	1,5	16,8	8,9
1969	31,2	206,2	15,1	2,6	22,1	11,8
1970	35,2	232,0	15,1	4,0	25,9	15,4
1971	40,5	267,4	15,1	5,3	35,3	15,0
1972	50,5	310,6	16,3	10,0	43,2	23,1
1973	54,4	351,7	15,5	3,9	41,1	9,5
1974	55,9	396,0	14,1	1,6	44,3	3,6
1975	64,9	472,9	13,7	9,0	76,9	11,7
1976	63,2	553,6	15,0	18,3	80,7	22,7
1977	98,5	603,9	16,3	15,4	50,3	30,6
1978	122,3	690,8	17,7	23,7	86,9	27,3

¹⁾ Zum Finanzierungssektor zählen hier die Oesterreichische Nationalbank, die Kreditunternehmungen und die Vertragsversicherungen — ²⁾ Umlauf an Rentenwerten abzüglich Portefeuillebestände des Finanzierungssektors — ³⁾ Einlagen bei Kreditunternehmungen (ohne Zwischenbankeinlagen und ohne Einlagen der Vertragsversicherungen). Bargeld von Kreditunternehmungen bei inländischen Nichtbanken, aufgenommenen Geldern, Deckungsrückstellungen sowie Rückstellungen für Prämienrückerstattung und Gewinnbeteiligungen aus den Vertragsversicherungsbilanzen

Übersicht 3

Entwicklung des Rentenmarktes insgesamt

	Umlauf	Nettoemissionen ¹⁾	Bruttoemissionen	Tilgungen ²⁾ in % der Bruttoemissionen	
	Mill S				
1967	50 589				
1968	53 390	2 801	6 424	3 623	56
1969	57 574	4 184	9 485	5 301	56
1970	63 237	5 663	11 420	5 757	50
1971	71 482	8 245	14 955	6 710	45
1972	87 041	15 559	22 392	6 833	31
1973	99 328	12 287	21 547	9 260	43
1974	111 435	12 107	22 495	10 388	46
1975	143 319	31 884	45 089	13 205	29
1976	184 128	40 809	55 886	15 077	27
1977	221 825	37 697	57 253	19 556	34
1978	267 985	46 160	63 643	17 483	27

Q: OeNB — ¹⁾ = Umlaufveränderung — ²⁾ Differenz zwischen Brutto- und Nettoemissionen

Zuwachsrates mehr als 10% betragen, sie erreichte 1975 und 1976 mit jeweils fast 30% ihren Höhepunkt. Die Wachstumsbeschleunigung schlug sich in der abnehmenden "Selbstfinanzierungskraft" (oder "Regenerationskraft") des Rentenmarktes nieder; darunter versteht man die Eigendynamik, die dieser Markt durch die Ausschüttung sowohl von Tilgungs- als auch von Zinszahlungen erhält. Erfahrungswerte aus dem Ausland zeigen, daß solche Rückflüsse zumindest teilweise wieder für Neuveranlagungen in Rentenwerten verwendet werden. Dabei wird den Zinserträgen eher als den Tilgungen der Charakter laufender Einkommensbezüge zugemessen, weshalb ihre Wiederveranlagungsquote niedriger ist als die

Übersicht 4

Tilgungsplanmäßige Kapital- und Zinsrückflüsse aus Einmalemissionen¹⁾

	Tilgungen	Zinsen	Tilgungen + Zinsen	Zinsen in Prozent der Gesamtsumme	Selbstfinanzierungskraft ²⁾
	Mill S			%	
1967	1 306	1 997	3 303	60,5	70,6
1968	1 967	2 196	4 163	52,8	120,7
1969	2 796	2 252	5 048	44,6	110,6
1970	3 242	2 358	5 599	42,1	95,2
1971	3 596	2 565	6 160	41,6	74,5
1972	3 881	2 902	6 783	42,8	52,2
1973	4 666	3 553	8 218	43,2	65,1
1974	5 280	4 122	9 403	43,8	90,0
1975	7 355	5 355	12 710	42,1	43,7
1976	9 463	7 347	16 810	43,7	43,2
1977	10 886	9 743	20 629	47,2	56,5
1978	12 180	11 829	24 009	49,3	55,9
1979 ³⁾	(16 544)	(14 220)	(30 764)	(46,2)	
1980 ³⁾	(19 205)	(16 017)	(35 222)	(45,5)	

Q: ÖKB; eigene Berechnungen — ¹⁾ Diese Daten sind aus den Tilgungsplänen der börsennotierten Einmalemissionen errechnet und können daher von den tatsächlichen Rückflüssen abweichen — ²⁾ Tilgungen und Zinsen in Prozent der Bruttoemissionen — ³⁾ Berechnet aus den Tilgungsplänen der bis Anfang Dezember 1979 an der Wiener Börse eingeführten Einmalemissionen

der Tilgungsrückflüsse¹³⁾ Nach einer von der Österreichischen Kontrollbank (ÖKB) erstellten Zeitreihe für Einmalemissionen sind die tilgungsplanmäßigen Zinsrückflüsse kaum weniger bedeutend als die entsprechenden Tilgungen. Tilgungs- und Zinsrückflüsse zusammen machten 1978 56% der Einmalemissionen (brutto) aus. Dies bedeutet, verglichen mit den Expansionsjahren 1975 und 1976, eine Erhöhung der Selbstfinanzierungskraft, doch reicht sie damit nicht an die zu Beginn der siebziger Jahre verzeichneten Werte heran. Beurteilt man die Selbstfinanzierungskraft nur nach den (tatsächlich erfolgten) Tilgungen, die für den gesamten Rentenmarkt Ende der sechziger Jahre noch mehr als die Hälfte der Bruttoemissionen betragen, so hat die Selbstfinanzierungskraft bis zur zweiten Hälfte der siebziger Jahre (als dieser Anteil auf ein Drittel bis ein Viertel sank) merklich abgenommen.

Struktur des österreichischen Rentenmarktes

Bedeutung der Finanzierungsinstrumente von der Emittentenstruktur abhängig

Das klassische Finanzierungsinstrument des österreichischen Rentenmarktes ist die *Anleihe i w S.*, die in der Regel öffentlich zur Zeichnung aufgelegt wird. Die mittlere Laufzeit¹⁴⁾ der zur Zeit an der Börse notierten Anleihen bewegt sich zwischen 2½ und 15½ Jahren¹⁵⁾. Durch ihre Stückelung (oft nur 1 000 S) sind Anleihen vor allem für den Erwerb durch private Haushalte ausgelegt. Das Emissionsnominale einer Anleihe wird in der Regel in zwei oder drei Tranchen mit unterschiedlicher Ausstattung angeboten. Fast immer gibt es neben der Ratenform auch noch den endfälligen Typ.

Zu Beginn der siebziger Jahre entfielen etwa zwei Drittel des Gesamtumlaufes an Rentenwerten auf Anleihen i w S. Dieser Anteil hat sich im Laufe des Jahrzehnts bis auf etwa die Hälfte verringert, eine Entwicklung, die insbesondere auf das Vordringen der Bundesobligationen zurückzuführen ist. Innerhalb der untersuchten Gruppe haben die Anleihen i e S

¹³⁾ Vgl. B. Benning, Zur Struktur des deutschen Wertpapiermarktes; in: Die Rolle einzelner Wertpapierarten auf dem Kapitalmarkt herausgegeben vom Institut für Kapitalmarktforschung, Frankfurt 1973

¹⁴⁾ Die mittlere Laufzeit gibt die durchschnittliche Dauer der Kapitalbindung an und wird nach folgender Formel berechnet:

$$\frac{2m + n + 1}{2}$$

wobei *m* die Zahl der tilgungsfreien Jahre und *n* die Zahl der Tilgungsjahre unter der Annahme regelmäßiger Tilgungen ist.

¹⁵⁾ Siehe "Anleiheninformationen" der ÖKB. Für den steuerbegünstigten Erwerb nach §107 des Einkommensteuergesetzes ist eine mittlere Laufzeit von mindestens acht Jahren vorgeschrieben. Ratenanleihen (sie werden über die gesamte Laufzeit regelmäßig getilgt) genügen diesen Erfordernissen erst bei einer maximalen Bindungsdauer von fünfzehn Jahren

von Rentenwerten ist zwischen 1970 und 1978 von 5,2% auf 8,2% gestiegen. Aber erst im Laufe des Jahres 1979 hat ihre Bedeutung sprunghaft zugenommen, woran die Neuregelung des Kreditwesensrechtes maßgeblichen Anteil hatte¹⁷⁾ Durch die Verwirklichung des Universalbankenprinzips im Kreditwesengesetz ist nämlich die Zahl von emissionsfähigen Kreditunternehmungen wesentlich erhöht worden (für Kassenobligationen von 13 auf 55 Institute). Die Kassenobligationen erlauben zudem eine der grauen Verzinsung ähnliche Ertragsbildung, ohne unmittelbar mit dem Habenzinsabkommen (das für titrierte Anlageformen keine Regelung trifft) in Konflikt zu kommen. Zwar wurden vom Bundesministerium für Finanzen nur solche Kassenobligationen zur Emission genehmigt, die der vom KMA empfohlenen Nominalverzinsung entsprachen, doch wurde die Effektivverzinsung durch Kursabschläge bei der Emission zeitweise auf ein Niveau gehoben, das höher lag als jenes der langfristigen Titel des Rentenmarktes. Dahinter steht der anhaltende Liquiditätsbedarf der Kreditunternehmungen im Jahre 1979, der hauptsächlich auf Devisenabflüsse (wegen der Zinssatzdifferenz zum Ausland), den anhaltend hohen Finanzbedarf des Bundes (der 1979 vornehmlich im Inland gedeckt

wurde), aber auch auf den Marktanteilskampf der Kreditunternehmungen im Gefolge des Zweigstellenbooms zurückgeht

Emittentenstruktur wird von Kreditinstituten und Bund dominiert

Gliedert man den Bestand an festverzinslichen Wertpapieren in Österreich nach den Emittenten auf, dann zeigt sich die überragende Dominanz von zwei Schuldnergruppen. Im Jahre 1978 entfiel von 269 Mrd. S. Gesamtumlauf etwa die Hälfte (129 Mrd. S.) auf die Verschuldung der Kreditunternehmungen und ein Drittel (89 Mrd. S.) auf die aushaftende Bundesschuld. Die übrigen inländischen Emittenten lassen sich in folgende drei Gruppen zusammenfassen: den öffentlichen Sektor ohne Bund (der 1978 am Rentenumlauf mit einem Anteil von 6,5% beteiligt war), die Elektrizitätswirtschaft (7,5%) und die sonstigen inländischen Emittenten, zu denen vor allem die Industrieunternehmungen zählen (4,6%). Praktisch ohne Bedeutung (mit einem Anteil von 0,7%) sind die von Ausländern auf dem österreichischen Rentenmarkt begebenen Wertpapiere.

Dem *Bund* kommt als Aufsichtsbehörde eine über andere Marktteilnehmer hinausgehende Funktion zu. Seine Bedeutung als Marktteilnehmer hat im Zeitablauf stark geschwankt. Zwischen 1967 und 1974 ist

¹⁷⁾ Der KMA schätzt den Anteil der Kassenobligationen am Rentenumlauf Ende 1979 auf 12½%. Siehe: Gutachten zur Entwicklung des Rentenmarktes 1980. Wien, November 1979.

Übersicht 6

Umlauf von Rentenwerten nach Emittenten

Jahresende	Bund	Länder und Städte	Sonstige öffentlich-rechtliche Körperschaften	Elektrizitätswirtschaft	Inländische Kreditunternehmungen	Sonstige inländische Emittenten	Ausländische Emittenten	Insgesamt
1967	18 052	3 512	2 886	11 516	13 289	1 334	0	50 589
1968	17 542	3 990	3 199	11 819	15 377	1 313	150	53 390
1969	17 294	4 265	3 151	11 696	19 376	1 492	300	57 574
1970	17 219	4 478	3 107	11 825	24 101	2 077	430	63 237
1971	17 762	4 841	3 161	12 180	30 003	2 805	730	71 482
1972	20 801	5 451	3 343	12 800	39 185	4 741	720	87 041
1973	22 823	6 180	3 322	14 358	45 396	6 330	939	99 328
1974	22 137	7 912	3 007	15 911	53 539	8 055	874	111 435
1975	34 855	9 229	2 591	18 589	67 352	9 910	793	143 319
1976	56 383	10 046	2 892	19 262	83 306	10 577	1 662	184 128
1977	72 091	11 302	3 987	20 356	101 368	11 168	1 553	221 825
1978	89 247	12 809	4 439	20 161	127 031	12 454	1 844	267 985
	%-Anteile am Rentenumlauf							
1967	35,7	6,9	5,7	22,8	26,3	2,6	0	100
1968	32,9	7,5	6,0	22,1	28,8	2,5	0,3	100
1969	30,0	7,4	5,5	20,3	33,7	2,6	0,5	100
1970	27,2	7,1	4,9	18,7	38,1	3,3	0,7	100
1971	24,8	6,8	4,4	17,0	42,0	3,9	1,0	100
1972	23,9	6,3	3,8	14,7	45,0	5,4	0,8	100
1973	23,0	6,2	3,3	14,5	45,7	6,4	0,9	100
1974	19,9	7,1	2,7	14,3	48,0	7,2	0,8	100
1975	24,3	6,4	1,8	13,0	47,0	6,9	0,6	100
1976	30,6	5,5	1,6	10,5	45,2	5,7	0,9	100
1977	32,5	5,1	1,8	9,2	45,7	5,0	0,7	100
1978	33,4	4,8	1,7	7,5	47,4	4,6	0,7	100

Q: OK8

sein Anteil am Rentenumlauf von 35,7% bis auf 19,9% gesunken, seither aber wieder kontinuierlich bis auf 33,4% (1978) gestiegen. Diese Entwicklung spiegelt die Budgetpolitik des Bundes. In den späten sechziger Jahren und frühen siebziger Jahren blieb die Finanzschuld des Bundes in Relation zum Brutto-Inlandsprodukt praktisch unverändert. Erst seit 1975 ist sie stark gestiegen, wobei allerdings ein beträchtlicher Teil im Ausland abgedeckt wurde. Der Anteil der Einmalemissionen an der Finanzschuld hat sich von der ersten zur zweiten Hälfte der siebziger Jahre erhöht und betrug 1978 etwa 48%.

Übersicht 7

Zusammensetzung der Finanzschuld des Bundes
(Jahresendstände)

	Finanzschuld insgesamt	Anleihen und Bundesobligationen	Bundesschatzscheine	Sonstige Inlandschuld	Auslandschuld ¹⁾
	Mill. S	in % der gesamten Finanzschuld			
1967	34 579	48,9	11,5	18,8	20,8
1968	39 841	41,6	11,3	17,3	29,8
1969	43 604	38,0	15,5	17,2	29,3
1970	47 072	35,6	17,5	18,2	28,7
1971	46 847	37,4	21,6	15,1	25,9
1972	49 858	41,5	21,7	16,2	20,7
1973	56 251	40,6	28,6	14,8	16,0
1974	61 395	36,1	27,6	14,3	22,1
1975	100 367	35,3	22,7	10,1	31,9
1976	133 782	42,6	18,6	12,7	26,1
1977	164 581	44,2	14,2	12,9	28,8
1978	199 167	45,1	12,1	12,7	30,1

Q: Finanzschuldenberichte der Österreichischen Postsparkasse — ¹⁾ Einschließlich Bewertungsänderungen auf Grund von Wechselkurschwankungen

Wie die Aufgliederung der Emissionstätigkeit des Bundes nach Anleihen und Bundesobligationen zeigt, stützte sich die Finanzierung der Inlandsschuld zunehmend auf die Kreditunternehmungen: Der Anteil der Bundesobligationen an der Summe dieser beiden Wertpapiergruppen ist nämlich zwischen 1970 und 1978 von 1,9% auf 46,5% gestiegen. Diese besonders in den letzten Jahren forcierte Übernahme von langfristigen Bundestiteln in die Portefolios der Kreditunternehmungen erklärt in weiterer Folge auch die gerade in diesem Zeitraum stark steigende Emissionstätigkeit des Kreditapparates, der sich damit bei den privaten Nichtbanken refinanzierte. Die nicht zum Rentenmarkt zählenden mittelfristigen Bundesschatzscheine spielten in den frühen siebziger Jahren für die Budgetfinanzierung eine viel größere Rolle als heute¹⁸⁾

¹⁸⁾ Seit 1973 ist der Umlauf an Bundesschatzscheinen durch eine Überbrückungsfinanzierung anlässlich der Einführung der Mehrwertsteuer im Jahre 1973 (4 Mrd. S) aufgebläht. Die Laufzeit der damals emittierten Bundesschatzscheine ist wiederholt verlängert worden

Übersicht 8

Umlauf an Bundesemissionen

	Insgesamt	Bundesanleihen	Bundessobligationen
	Mill. S	Anteile in %	
1967	18 052	96,9	3,1
1968	17 542	97,2	2,8
1969	17 294	97,6	2,4
1970	17 219	98,1	1,9
1971	17 762	98,5	1,5
1972	20 801	89,5	10,5
1973	22 823	86,4	13,6
1974	22 137	86,3	13,7
1975	34 855	72,1	27,9
1976	56 383	58,0	42,0
1977	72 091	54,6	45,4
1978	89 247	53,5	46,5

Q: ÖKB

Insgesamt dominieren die *Kreditunternehmungen* auf dem Rentenmarkt noch stärker als der Bund¹⁹⁾. Gegenüber anderen Emittenten hat der Kreditapparat den Vorteil, mit den Kunden direkt in Kontakt zu stehen und somit die eigenen Emissionen bevorzugt unterbringen zu können²⁰⁾. Das Wachstum des Rentenmarktes wurde insbesondere in den späten sechziger Jahren und dann bis einschließlich 1974 überwiegend von den Emissionen der Kreditunternehmungen getragen. In der Anteilssteigerung zwischen 1967 (26,3% des Rentenumlaufes) und 1974 (47,4%) spiegelt sich aber auch die gleichzeitige Verringerung des Bundesanteiles. Seit 1975 hat sich dann der Anteil der Kreditunternehmungen nicht mehr wesentlich verändert, das Wachstum des Rentenmarktes wurde in dieser Periode vom Bund bestimmt. Erst im Jahre 1979 kam es wieder zu einer außergewöhnlich starken Ausweitung des Kreditinstitutsanteiles. Bis zum Ende der sechziger Jahre entfiel etwa die Hälfte der Rentenemissionen des Kreditapparates auf Pfandbriefe. Im letzten Jahrzehnt fanden jedoch Umschichtungen zu den fundierten Kreditinstitutsanleihen und den Kassenobligationen statt, so daß 1978 der Anteil der Pfandbriefe nur noch etwa ein Viertel betrug. Für die gesamte Mittelaufbringung der Kreditunternehmungen spielen ihre eigenen Emissionen (1978: 9,4% der Bilanzsumme) eine viel geringere Rolle als die Einlagen (42,6%). Allerdings hat sich im Laufe der siebziger Jahre der Anteil der eigenen Emissionen deutlich erhöht.

¹⁹⁾ Wegen der Vielzahl kleiner Kreditunternehmungen, die einzeln nicht als Anleiheschuldner auftreten können, aber dennoch an der Emissionstätigkeit teilhaben wollen, wurden bisher drei Finanzierungsgesellschaften gegründet. Die erste war die Raiffeisen-Finanzierungs AG (gegründet 1968), es folgten die Gewerbe-Finanzierungs AG (1977) und die Finanzierungs-AG Österreichischer Sparkassen (1979). Vgl. auch K. Liebscher: Schuldverschreibungen von Banken nahestehenden Finanzierungsgesellschaften, Österreichisches Forschungsinstitut für Sparkassenwesen, Vierteljahres-Schriftenreihe, 2/1979.

²⁰⁾ Siehe: Nochmals Kapitalmarktspiele. Finanznachrichten 15/1975

Umlauf von Rentenemissionen der Kreditunternehmen

	Insgesamt	Nichtfundierte	Fundierte	Pfandbriefe	Kommunals- briefe	Kassenobli- gationen	Bankschuld- verschreibungen	KU-Anleihen	
								Anteile in %	
								Mill S	
1968	15.377	4,5	—	54,5	32,2	8,5	0,4		
1969	19.376	6,6	2,8	49,2	29,3	11,7	0,3		
1970	24.101	7,0	6,1	44,7	28,4	13,7	0,2		
1971	30.003	7,2	9,2	40,5	27,9	15,1	0,1		
1972	39.185	7,8	10,9	36,4	26,8	18,0	0,1		
1973	45.396	9,6	10,0	36,5	27,4	16,4	0,1		
1974	53.539	8,0	10,3	35,9	27,3	17,1	1,4		
1975	67.352	6,7	12,8	34,1	26,8	17,3	2,3		
1976	83.306	6,6	14,8	30,9	27,5	17,1	3,1		
1977	101.368	7,1	17,2	28,8	26,9	17,5	2,5		
1978	127.031	9,4	18,5	26,0	26,1	17,4	2,5		

Q: ÖKB; eigene Berechnungen

Übersicht 10

Passiva der Kreditunternehmen

	Eigene Emissionen	Einlagen insgesamt	Sonstige Passiva	Bilanzsumme
	in % der Bilanzsumme			Mrd S
1965	5,2	55,4	39,4	187,5
1966	5,7	55,1	39,2	208,8
1967	5,8	54,4	39,8	234,0
1968	6,1	54,8	39,1	258,7
1969	6,6	54,3	39,1	296,9
1970	6,9	52,3	40,8	351,9
1971	7,1	50,5	42,4	424,1
1972	7,7	49,0	43,3	508,3
1973	7,6	47,3	45,1	600,5
1974	7,9	46,3	45,8	692,3
1975	8,2	46,6	45,2	836,8
1976	8,3	45,3	46,4	1.016,1
1977	8,8	43,4	47,8	1.167,8
1978	9,4	42,6	48,1	1.371,8

Q: OeNB

tritt selbst die Gruppe der verstaatlichten Unternehmen eher selten auf dem Rentenmarkt auf, weil hier der Staat eine Pufferfunktion in der Finanzierung übernimmt. In dieser Konstellation fällt den Banken eine Transformationsfunktion zu, der sie durch die Aufnahme langfristiger titulierter Kredite vornehmlich von Haushalten und durch Gewährung von mittel- bis langfristigen Direktkrediten an private Unternehmen nachkommen. Begünstigt wird dieses Verfahren durch die teilweise staatliche Subventionierung von Direktkrediten, so daß deren Kosten für die einzelne Produktionsunternehmung niedriger sind als die Kosten titulierter Kredite.

Die schwache Präsenz der Industrie auf dem Kapitalmarkt ist kein österreichisches Spezifikum. In der Bundesrepublik Deutschland ist der Anteil der Indu-

Übersicht 11

Außenfinanzierung der privaten Unternehmungen
(ohne Kreditunternehmen)

	Direktkredite ¹⁾	Wertpapierkredite ²⁾	Auslandskredite ³⁾	Aktienausgabe ⁴⁾	Summe
	Mrd S				
1967		1,5		0,1	
1968	8,2	0,8		0,3	
1969	15,5	0,7	0,7	0,1	17,0
1970	18,3	1,5	2,1	0,2	22,1
1971	23,7	2,2	4,6	0,2	30,7
1972	29,4	3,7	8,6	0,2	41,9
1973	19,9	4,4	8,0	0,3	32,6
1974	29,7	4,8	7,7	0,3	42,5
1975	23,2	6,7	7,7	0,6	38,2
1976	46,6	3,8	5,4	0,1	55,9
1977	40,5	4,6	6,1	0,1	51,3
1978	46,6	4,6	8,2	0,6	60,0

¹⁾ Direktkredite ohne öffentlichen Sektor sowie ohne unselbständig Erwerbstätige und Private — ²⁾ Anleiheemissionen (netto) der Elektrizitätswirtschaft der Industrie und der „Sonstigen“ — ³⁾ Lang- und kurzfristige Nettoverschuldung der Wirtschaftsunternehmen und Privaten — ⁴⁾ Kapitalaufbringung aus gehandelten Aktien

Die volle Bedeutung der Kreditinstitutsemissionen läßt sich erst ermessen, wenn man sie mit den Emissionen der *Industrieunternehmen* ohne Elektrizitätswirtschaft („sonstige inländische Emittenten“) vergleicht. Ihr Anteil am Rentenumlauf hat sich zwar von 1967 bis 1974 (7,2%) fast verdreifacht, ist aber bis 1978 wieder auf 4,6% zurückgegangen. Die privaten Unternehmen finanzieren sich in Österreich in erster Linie aus ihren eigenen Abschreibungen und Gewinnen. In der Außenfinanzierung dominiert die Aufnahme von Direktkrediten bei Banken, Wertpapierkredite, Auslandskredite oder die Finanzierung über Eigenkapitalerhöhungen spielen im Vergleich dazu kaum eine Rolle.

Die geringe Teilnahme privater Unternehmen außerhalb des Bankensektors am Rentenmarkt hängt teilweise mit der Betriebsstruktur zusammen, nach der nur wenige Unternehmen die Voraussetzungen für eine Anleiheemission erfüllen. Darüber hinaus

Übersicht 12

Emittentenstruktur des Rentenumlaufes in der BRD

	Insgesamt Mill. DM	Bank- schuld- ver- schrei- bungen	Indu- strieobli- gationen	Bund	Sonstige öffentli- che Emit- tenten
1967	116 559	71 0	6 7	8 6	13 8
1968	134 618	72 2	5 7	8 3	13 8
1969	142 946	73 5	5 3	8 1	13 1
1970	158 005	74 6	4 9	7 7	12 8
1971	179 272	74 3	5 1	7 3	13 3
1972	214 315	74 6	4 7	7 5	13 2
1973	241 286	75 9	3 9	7 7	12 5
1974	267 939	76 2	3 4	8 2	12 2
1975	316 863	75 7	2 8	10 8	10 7
1976	365 224	74 4	2 3	13 4	9 9
1977	416 896	72 6	1 9	16 6	8 9
1978	461 515	72 4	1 5	17 9	8 2

Q: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank
Reihe 2: Wertpapierstatistik

strieobligationen am Gesamtumlauf noch niedriger als in Österreich: Er sank zwischen 1967 und 1978 von 6,7% auf 1,5%. Allerdings spielen in Deutschland die Schuldscheindarlehen eine große Rolle, die zwar der Form nach nicht zum Rentenmarkt zählen, inhaltlich aber den Charakter von Obligationen haben, die nicht an der Börse gehandelt werden. Im übrigen beträgt in der BRD die Ausgabe von Aktien ein Vielfaches der Industrieanleiheemissionen.

Eine wichtige Emittentengruppe war früher die österreichische *Elektrizitätswirtschaft*. Sie schuldete 1967 noch fast ein Viertel des damaligen Rentenumlaufes, doch hat sich ihr Anteil seither mit dem abnehmenden Kraftwerksbau von Jahr zu Jahr verringert. Der *übrige öffentliche Sektor* (Länder und Städte, sonstige öffentlich-rechtliche Körperschaften ohne Bund und die Sondergesellschaften des Bundes) hat im Laufe der siebziger Jahre ebenfalls an Bedeutung verloren. Sein Anteil am Umlauf sank von 12,6% im Jahre 1967 auf 6,5% im Jahre 1978. *Ausländische Emittenten* sind auf dem Rentenmarkt kaum präsent. Das ist teilweise eine Folge der geringen internationalen Bedeutung des österreichischen Schillings, aber auch der Position Österreichs als Kapitalimporteur. Eine stärkere Internationalisierung des österreichischen Rentenmarktes wäre daher erst anzustreben, wenn sich Österreich zum Nettokapitalexporteur entwickelte.

Die zu Beginn dieses Abschnittes erwähnte Konzentration auf zwei Emittentengruppen ist in Österreich stärker ausgeprägt als in der BRD, weil sie hier durch die geltenden Rechtsvorschriften institutionalisiert ist. Diese sehen für die fundierten Kreditinstitutsanleihen (1978: zwei Drittel aller aushaftenden Kreditinstitutsanleihen) einen Deckungsfonds vor, der in erster Linie aus Einmalemissionen des Bundes bestehen muß.

Kreditunternehmen und private Nichtbanken sind wichtigste Gläubigergruppen

Die Gläubigerstruktur auf dem österreichischen Rentenmarkt läßt sich mit dem derzeit vorhandenen statistischen Material nur teilweise erfassen. Eine der Quellen ist die Ersterwerbsstatistik für Einmalemissionen, die einen partiellen Einblick in die Käuferstruktur der während der Zeichnungsfrist placierten Titel erlaubt. Die Erwerbsstruktur wird aber weder für später verkaufte Einmalemissionsstücke noch für Daueremissionen erfaßt.

Eine wichtige Voraussetzung für eine Kapitalgeberanalyse, die von der Ersterwerbsstatistik nicht geboten wird, wäre die Aufschlüsselung der Gläubiger in private Haushalte und Unternehmen. Dazu bedürfte es einer Depotstatistik, wie sie etwa in der BRD erstellt wird²¹⁾. Eine Aufgliederung der in den Portefeuilles der institutionellen Anleger einschließlich der Kreditinstitute befindlichen Wertpapiere nach Emittenten wird einmal jährlich von der Oesterreichischen Nationalbank veröffentlicht²²⁾. Berücksichtigt man weiters die in der Zahlungsbilanz ausgewiesene Auslandsnachfrage, so bleibt eine Restgröße übrig, die zumindest eine Aussage über die von den (nicht institutionellen) privaten Nichtbanken erworbenen Rentenwerte zuläßt. Soweit sich die folgenden Darstellungen auf die Ersterwerbsstatistik beziehen, wird die Struktur der Bruttoemissionen beschrieben und nicht wie bisher die Struktur und Entwicklung des Rentenbestandes.

Wie schon angedeutet wurde, sind die *Kreditunternehmen* die dominierende Gruppe des Rentenmarktes nicht nur unter den Emittenten, sondern

Übersicht 13

Struktur des Ersterwerbs von Einmalemissionen

	Insgesamt Mill. S	Institu- tionelle Anleger	Nicht- institu- tionelle Anleger	Devi- senaus- länder	Kredit- institute	Steuer- begün- stigt ge- zeichnet
1970	5 880	8 9	48 5	0 5	42 0	—
1971	8 270	10 8	49 1	0 9	39 2	22 6
1972	13 000	9 1	39 6	5 5	45 8	18 1
1973	12 620	7 6	25 4	3 0	64 0	14 7
1974	10 450	7 1	27 6	0 5	64 8	13 9
1975	29 059	7 1	18 1	1 3	73 5	7 8
1976	38 881	3 4	23 1	0 6	72 9	14 1
1977	36 533	4 4	24 6	1 1	69 9	15 9
1978	42 920	7 8	28 9	4 9	58 4	20 3

Q: ÖKB

²¹⁾ Siehe etwa: Einkommens- und Vermögensverteilung 1977, Bundesministerium für Arbeit und Sozialordnung der Bundesrepublik Deutschland (Hrsg.), Bonn, Oktober 1977.

²²⁾ Vgl.: Struktur und Veränderung des Wertpapierbesitzes der österreichischen Kapitalsammelstellen im Jahr 1978, Mitteilungen des Direktoriums der Oesterreichischen Nationalbank 10/1979.

Übersicht 14

Die Kreditunternehmen als Gläubiger und Schuldner von Rentenwerten

	Portefeuillebestände	Umlauf an eigenen Emissionen	Differenz	Eigene Emissionen im Besitz des Kreditapparates	
				Mill S	in % der eigenen Emissionen insgesamt
1968	20 757	15 820	4 937		
1969	21 895	19 659	2 236		
1970	23 626	24 434	- 808		
1971	26 208	30 237	- 4 029		
1972	31 329	39 281	- 7 952	12 828	32,7
1973	38 953	45 609	- 6 656	15 745	34,5
1974	46 517	54 440	- 7 923	19 669	36,1
1975	69 014	68 217	797	25 228	37,0
1976	91 421	84 465	6 956	29 374	34,8
1977	109 316	103 102	6 214	33 355	32,4
1978	128 704	128 588	116	41 025	31,9

auch unter den Gläubigern Ihr Anteil am gesamten Ersterwerb von Einmalemissionen variierte im Laufe der siebziger Jahre zwischen 42,0% (1970) und 72,9% (1976) und betrug 1978 58,4%. Diese starke Präsenz der Kreditinstitute auf beiden Seiten des Rentenmarktes erschwert die Beurteilung seines Umfanges. Für einen Vergleich des Rentenmarktes mit anderen Finanzierungsmärkten empfiehlt es sich daher, nur vom Nettobeitrag der Kreditunternehmen auszugehen, also ihre Schuldner- und Gläubigerposition zu saldieren. 1978 betrug der Portefeuillebestand 128,7 Mrd S, der Umlauf an eigenen Emissionen 128,6 Mrd S. Die auch im Zeitablauf verhältnismäßig geringe Bedeutung des Saldos macht die Transformationsfunktion des Kreditapparates zwischen verschiedenen Schuldner- und Gläubigergruppen deutlich.

Eine derartige Nettobetrachtung ist allerdings nur unter der Annahme zulässig, daß der Rentenmarkt auch ohne die Vermittlungstätigkeit der Banken funktionsfähig bliebe, das Nettovolumen also auch ohne Kreditunternehmen zustandekäme. Zweifellos muß man aber davon ausgehen, daß die Kreditunterneh-

mungen auch im Bereich des Wertpapiergeschäftes neben der reinen Vermittlertätigkeit eine Fristen- und Riskentransformation vornehmen. Außerdem dürfte mit der Diversifizierung der Finanzierungsinstrumente und der Emittenten auch das Kapitalaufkommen steigen, weil das Rentenangebot dann unterschiedlichen Kundenwünschen besser angepaßt werden kann. Eher gerechtfertigt erscheint hingegen eine Verkürzung der konsolidierten Bilanz des Kreditapparates um die in den Portefeuilles der Kreditunternehmen befindlichen eigenen Emissionen des Sektors²³. Vom Umlauf an eigenen Schillingemissionen der Kreditinstitute im Jahre 1978 hielt der Kreditapparat 41,0 Mrd S. Im Laufe der siebziger Jahre hat ihr Anteil an den gesamten eigenen Emissionen zwischen 31% und 37% geschwankt.

Ende 1978 befanden sich in den Portefeuilles der Geldinstitute (Kreditunternehmen und Oesterreichische Nationalbank) 134,5 Mrd S an festverzinslichen Wertpapieren. Ziemlich genau die Hälfte davon waren Bundespapiere, fast ein Drittel Bankenemissionen. Für die Bundesfinanzierung bedeutet dies, daß drei Viertel der Kreditaufnahmen (ohne Bundes-schatzscheine, die diesen Anteil noch erhöhen) direkt von den Geldinstituten gedeckt werden. Die sonstigen öffentlichen Körperschaften schulden ihnen sogar mehr als vier Fünftel ihrer Anleiheemissionen. Viel niedriger sind hingegen die vergleichbaren Anteile für die Emissionsschulden der Elektrizitätswirtschaft und die sonstigen Emittenten (jeweils etwa 35%).

Die Rolle der sogenannten "institutionellen Anleger", zu denen die Sozialversicherungsträger, private Versicherungsgesellschaften, Investmentfonds sowie öffentliche Fonds und Sondergesellschaften zählen, ist in Österreich wenig ausgeprägt. Bei den Sozialversicherungsträgern ist dies eine Folge des Umlagever-

²³) Dabei kann es sich um Portefeuillebestände handeln, deren Schuldner sowohl das eigene Institut als auch andere Kreditinstitute sind. Der Fall, daß eine Bank eigene Emissionen im Portefeuille hat, kann etwa eintreten, wenn sie ein solches Papier auf dem Sekundärmarkt erwirbt. Ihre Schuld also nicht getilgt wird.

Übersicht 15

Wertpapierbestände der Kapitalsammelstellen 1978¹⁾

	Kreditunternehmen (einschließlich OeNB)	Vertragsversicherungen	Investmentfonds	Sozialversicherungsträger	Öffentlich-rechtliche Fonds	Insgesamt	Hier von im Inland begebene Wertpapiere	
							Mill S	in % vom Gesamtumlauf
Anleihen des Bundes	66 973	4 059	28	580	27	71 667	70 941	79
der sonstigen öffentlichen Körperschaften	13 394	1 766	588	303	77	16 128	15 885	64
der Elektrizitätswirtschaft	7 094	1 498	469	444	23	9 528	9 365	80
der Industrie	3 059	393	214	33	5	3 704	3 605	46
Bankenemissionen	42 735	5 329	482	587	7	49 140	48 837	61
Sonstige Schuldverschreibungen	1 289	72	63	61	—	1 485	1 481	71
Insgesamt	134 544	13 117	1 844	2 008	139	151 652	150 114	56

Q: OeNB — ¹⁾ Nur festverzinsliche Wertpapiere inländischer Emittenten

fahrens, das eine längerfristige Wertpapierveranlagung kaum zuläßt. Der Anteil der gesamten Gruppe an der Bruttoausweitung der Einmalemissionen schwankte in den siebziger Jahren zwischen 3,5% und 10,5% und machte im Durchschnitt 7,4% aus. In anderen Ländern, in denen öffentliche und private Fonds bedeutender sind, spielen solche Anleger (z. B. die pension funds in den Vereinigten Staaten) eine weit größere Rolle in der Kapitalaufbringung. Im langjährigen Durchschnitt haben auch die *ausländischen Anleger*, die in Österreich festverzinsliche Schillingpapiere kaufen, wenig Bedeutung. Sie kauften im Durchschnitt der siebziger Jahre etwa 2% der zum Verkauf angebotenen Einmalemissionen. Ihre Nachfrage ist offensichtlich ziemlich zinselastisch, wobei die Zinsdifferenz zum Ausland unter Berücksichtigung des Wechselkursrisikos erst einen bestimmten Schwellenwert erreichen muß, um die Nachfrage zu stimulieren. Das war 1978 der Fall, als im Zuge erwarteter Kurssteigerungen die Nachfrage aus dem Ausland kurzfristig stark answoll. Nach den Kreditunternehmungen sind die *nichtinstitutionellen Anleger* die zweitwichtigste Käufergruppe, die im Durchschnitt der siebziger Jahre etwa ein Drittel der Einmalemissionen erwarb. Vom Gesamtumlauf an Rentenwerten des Jahres 1978 waren etwa 40% in Händen der nichtinstitutionellen inländischen Anleger. Ihre Portefeuillestruktur nach Schuldnergruppen kann nach Ausscheidung der in den Händen der Kapitalsammelstellen befindlichen Wertpapiere (jedoch unter Vernachlässigung der unbekanntenen Struktur der von Ausländern gehaltenen Papiere) geschätzt werden. Danach ist der Anteil der Bankenemissionen mit etwa 47,4% viel größer und jener der Bundesemissionen mit 33,6% deutlich kleiner, als der Emittentenstruktur entsprechen würde (vgl. Übersicht 6). Zu den nichtinstitutionellen Anlegern gehören unter anderem jene privaten Haushalte, die die Steuerbegünstigungen des Rentenerwerbs und der Zinsein-

künfte ausnützen wollen. Außerdem zählen jene privaten Unternehmungen hieher, die ihre Betriebsüberschüsse nicht in Realinvestitionen, sondern in Finanztitel anlegen, weil ihr Ertrag höher ist als der erwartete Ertrag einer Realinvestition. Darüber hinaus sind die Unternehmungen, wenn sie steuerfrei Abfertigungsrücklagen bilden, verpflichtet, einen bestimmten Teil in festverzinslichen Wertpapieren anzulegen.

Nachfrageschwankungen in dieser Käufergruppe sind also nicht nur von der Sparneigung der privaten Haushalte und vom relativen Ertrag von Finanzanlagen abhängig, sondern in starkem Maße auch von institutionellen Faktoren. So haben etwa die wiederholten Änderungen der Steuerbegünstigung jeweils Vorziehkäufe ausgelöst, die die Statistiken verzerren. Abgesehen davon hat sich der Anteil der steuerbegünstigten Wertpapierkäufe an den Bruttoemissionen von Anleihen i. w. S. in der ersten Hälfte der siebziger Jahre verringert (1975 7,8%), seither jedoch wieder rasch erhöht (1978 20,3%), obwohl gerade zuletzt die Steuerbegünstigung abgebaut wurde. In dieser Entwicklung schlägt auch das vermehrte Zinsbewußtsein der privaten Haushalte durch, das im Zuge der Verringerung der Steuerbegünstigung durch die von den Kreditinstituten betriebene Werbung geweckt wurde.

Publizierte Daten über steuerbegünstigte Zeichnungen gibt es nur für den Ersterwerb von Anleihen i. w. S. (OeNB-Mitteilungen, Kapitalmarkt-Dokumentation der ÖKB). Daneben verfügt die ÖKB intern über Daten der steuerbegünstigt erworbenen Daueremissionen. Nicht erfaßt sind hingegen für die Anleihen i. w. S. der Erwerb nach Ablauf der Zeichnungsfrist und der vorzeitige Verkauf unter Verlust der Steuerbegünstigung. Mit Hilfe einer Hochrechnung aus den Budgetdaten für die Förderung des Wertpapiererwerbs können die Ersterwerbsdaten grob überprüft werden (siehe Übersicht 16). Wegen des zeitlichen

Übersicht 16

Steuerbegünstigte Zeichnungen

	Ersterwerb von Einmalemissionen	Daueremissionen	Zeichnungen insgesamt	Insgesamt in % der Bruttoemissionen von Rentenwerten	Budgetausgaben für Wertpapierförderung	Steuerbegünstigung in % des Nennwertes	Hochrechnung ¹⁾	Differenz: Hochrechnung minus Zeichnungen insgesamt
	Mill. S.				Mill. S.		Mill. S.	Mill. S.
1970	961	245	2 106	10,6	164	15	1 096	-1 010
1971	1 867	293	2 160	14,4	233	15	1 553	- 607
1972	2 349	356	2 705	12,1	510	15	3 401	696
1973	1 859	438	2 297	10,7	325	15	2 166	- 131
1974	1 449	669	2 118	9,4	312	15	2 077	- 41
1975	2 264	1 335	3 619	8,0	561	15	3 740	121
1976	5 484	2 195	7 679	13,4	946	15	6 307	-1 372
1977	5 792	2 457	8 249	14,6	1 041	10	10 410	2 161
1978	8 732	3 001	11 734	18,5	924	10	9 240	-2 494

Q: ÖKB und eigene Berechnungen — ¹⁾ Schätzung der steuerbegünstigten Zeichnungen aus den Budgetausgaben für Wertpapierförderung und dem Prozentsatz der Steuerbegünstigung

**Rentenmarkt und Brutto-Inlandsprodukt
Internationaler Vergleich¹⁾**

	Österreich	BRD	Frankreich	Großbritan- nien	USA	Italien	Belgien	Dänemark	Nieder- lande	Schweden	Norwegen	Finnland	Schweiz
1970	15	22	15	12	46	49	71	90	21	46	38	11	33
1971	20	28	23	70	44	80	116	107	22	67	26	0,5	53
1972	33	42	22	08	36	86	108	111	18	65	30	03	55
1973	23	28	26	25	32	127	86	132	10	82	43	01	45
1974	20	26	12	13	42	51	75	135	14	70	42	05	31
1975	49	47	24	58	71	102	90	156	23	80	48	07	54
1976	58	43	20	49	77	55	83	150	14	66	30	07	64
1977	47	42	21	72	69	111	132	151	25	56	33	07	32
1978 ...	55	34	21	30	60	116	93	170	22	102	35	11	14
Ø 1970 bis 1978	36	35	20	37	53	86	95	134	19	70	36	06	46

Q: OECD Financial Statistics — ¹⁾ Nettoemissionen von Rentenwerten in % des nominellen BIP

Auseinanderfallens von Wertpapierzeichnung und Budgetauszahlungen gibt es allerdings mitunter beträchtliche Abweichungen zwischen diesen beiden Berechnungsmethoden. Das ist besonders dann der Fall, wenn es knapp vor einer Kürzung der Steuerbegünstigung zu Jahresbeginn zu einer Kaufwelle am Ende des vorhergehenden Jahres kam. Über einen längeren Zeitraum gesehen scheinen jedoch die beiden Methoden im großen und ganzen übereinstimmende Ergebnisse zu liefern. Gemessen an den Bruttoemissionen von Rentenwerten haben die steuerbegünstigten Zeichnungen in der ersten Hälfte der siebziger Jahre abgenommen, sind seither aber (bis zur Einstellung des steuerbegünstigten Erwerbs im September 1979) kräftig gestiegen (1978 18,5%)

Rentenmarkt im internationalen Vergleich nicht mehr "unterentwickelt"

Betrachtet man die Anteile der jährlichen Nettoemissionen am nominellen Brutto-Inlandsprodukt verschiedener Staaten, so scheint Österreich kein Sonderfall zu sein. Vor allem läßt sich nicht mehr argumentieren, daß der österreichische Rentenmarkt vom Volumen her als unterentwickelt anzusehen sei. In Österreich betrug dieser Anteil im Durchschnitt der siebziger Jahre 3,6% und war damit etwa gleich hoch wie in der BRD (3,5%), in Norwegen oder in Großbritannien und deutlich höher als in Frankreich und den Niederlanden. Mit Abstand höher sind allerdings die Anteile in Großstaaten wie Italien und USA und in kleinen Staaten wie Schweden, Belgien und Dänemark. Es läßt sich also aus diesem einfachen Vergleich kein einheitliches Muster ableiten, das den Stellenwert Österreichs in dieser Frage bestimmen würde. Vielmehr müßte man für jeden einzelnen Staat eine Detailuntersuchung der Institutionen und der Rechtslage machen, um die Unterschiede in den Ergebnis-

sen erklären zu können. Die starke Transformationsfunktion, die den Rentenmärkten in den zuletzt genannten Ländern zukommt, deutet allerdings auf einen gewissen Nachholbedarf in Österreich und manchen anderen Ländern an Ideenreichtum für Finanzierungsinstrumente sowie an Aufklärungsarbeit über die Funktion und Handhabung des Rentenmarktes hin.

Wie in Österreich wird auch in der BRD die Emittentenstruktur von den Kreditunternehmungen (1978 72,4% des Rentenumlaufes) dominiert. Wie erwähnt spielen dagegen die Emissionen der Industrie eine noch geringere Rolle als in Österreich. Die Stellung des Bundes ist in der BRD weniger ausgeprägt als in Österreich, wenn sie dort auch im Laufe der siebziger Jahre deutlich auf Kosten des übrigen öffentlichen Sektors ausgebaut wurde (1978 17,9%). Unter den Käufergruppen dominierten mit 49,3% des Nettoabsatzes wie in Österreich die Kreditunternehmungen, doch unterlag ihr Anteil starken Schwankungen.

Netto-Erwerb von Rentenwerten in der BRD

	Gesamt- absatz (netto) Milli DM	Erwerb durch			
		Kreditin- stitute	Nicht- banken	Bundes- bank ¹⁾	Auslän- der
		in % des Gesamtabsatzes			
1967	15 441	75,1	22,2	8,1	-5,4
1968	21 771	67,2	35,3	-1,9	-0,7
1969	17 748	56,0	52,0	-2,6	-5,4
1970	15 354	15,6	79,5	-0,5	5,3
1971	19 394	29,9	61,7	0,1	8,3
1972	29 753	23,7	51,5	-1,2	26,0
1973	24 779	14,2	59,7	-0,1	26,2
1974	25 757	55,5	51,7	1,7	-9,9
1975	49 361	55,1	36,7	15,2	-7,0
1976	49 213	41,6	65,3	-13,3	6,4
1977	54 328	59,4	40,7	-1,3	1,3
1978	43 385	49,4	41,0	8,1	1,4

Q: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank Reihe 2: Wertpapierstatistik — ¹⁾ Offenmarktoperationen

Wertpapierumsätze

	Festverzinsliche Werte	Börseumsätze		Insgesamt	Festverzinsliche Werte	Gesamtumsätze ¹⁾		Insgesamt
		Aktien	Investmentzertifikate			Aktien	Investmentzertifikate	
					Mill S			
1967	708 5	189 1	15 9	913 4				
1968	839 6	229 4	24 8	1 093 8				
1969	830 0	298 6	23 7	1 152 3				
1970	925 7	333 6	20 7	1 280 0	3 336 0	858 3	181 5	4 375 9
1971	829 3	250 9	19 4	1 100 0	3 106 0	547 5	155 7	3 809 3
1972	1 205 9	431 6	36 8	1 674 4	4 728 3	1 181 6	379 5	6 289 3
1973	1 430 8	666 8	53 3	2 151 0	5 320 5	1 423 3	384 4	7 128 2
1974	1 682 5	431 9	21 8	2 136 2	6 932 7	1 193 3	453 9	8 580 0
1975	1 408 2	412 2	16 7	1 837 1	7 825 8	974 2	271 1	9 071 1
1976	2 208 3	502 1	27 4	2 737 7	10 446 9	1 411 4	197 9	12 056 1
1977	2 927 7	448 8	39 9	3 416 4	14 213 8	919 1	201 6	15 334 5
1978	2 702 5	481 9	35 3	3 219 7	15 495 8	950 6	185 2	16 631 6

Q: Wiener Börsekammer — ¹⁾ Börseumsätze und Umsätze der Kreditunternehmungen

Sekundärmarkt

Der Teilmarkt für bereits umlaufende Wertpapiere ist der Sekundärmarkt. Mit dieser Einrichtung hat ein Kapitalgeber die Möglichkeit, langfristige Anlagen in kurzfristige zu verwandeln, wenngleich damit das Risiko von Kursverlusten verbunden ist. Steigen die Zinssätze der laufenden Emissionen über das Niveau der Verzinsung alter Emissionen, so sinkt der Kurs der alten Wertpapiere auf ein Niveau, das es gerade nicht mehr rentabel erscheinen läßt, die alten Stücke zu verkaufen und mit dem Erlös neue, höher verzinsliche Stücke zu kaufen. Die Schwankungen der Sekundärmarktrendite sind Ausdruck dieser Kursänderungen.

Der Handel mit Wertpapieren ist an der Wiener Wertpapierbörse institutionalisiert. Ist von ihr ein Rentenwert zum Handel zugelassen worden, so kann er von den Kreditunternehmungen bei der Oesterreichischen Nationalbank lombardiert werden. Dennoch macht der außerbörsliche Wertpapierhandel, der über die Wertpapierabteilungen der Kreditinstitute abgewickelt wird, ein Vielfaches des Börsenhandels aus.

Zinssätze

Auf den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere spielen die folgenden nominellen Zinssätze und Renditen eine Rolle: Jede Emission ist mit einer *Nominalverzinsung* ausgestattet, die den jährlichen Zinsrückfluß an den Anleger, bezogen auf das Nominale des aushaftenden Kapitals angibt. Die Nominalverzinsung der im Inland zur öffentlichen Zeichnung aufgelegten Schillinganleihen bekam 1979 durch das Kreditwesengesetz eine "Leitzinsfunktion" für die Einlagenverzinsung. Die im Habenzinsabkommen des Kreditapparates vereinbarte Verzinsung von Einlagen darf nämlich nicht höher sein als die um einen Pro-

zentpunkt verminderte Nominalverzinsung solcher Anleihen, die sich im Durchschnitt des jeweils abgelaufenen Quartals ergab (Geldmarktzertifikate dürfen eine Verzinsung erreichen, die nur einen halben Prozentpunkt unter dieser durchschnittlichen Anleiheverzinsung liegt). Schließen die Kreditunternehmungen kein Eckzinsabkommen ab, so beträgt laut Kreditwesengesetz der Zinssatz für Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist die Hälfte dieses "Leitzinssatzes".

Anlässlich jeder Emission wird neben der Nominalverzinsung die *Emissionsrendite* bekanntgegeben, die den durchschnittlichen prozentuellen Jahresertrag eines Wertpapiers unter Berücksichtigung der Emissions- und Tilgungskonditionen angibt. In ihre Berechnung gehen daher auch Agios und Disagios und über den Tilgungsplan die durchschnittliche Bindungsdauer des Kapitals ein. Die *Sekundärmarktrendite* wird auf ähnliche Weise berechnet, doch wird die Bindungsdauer durch die Restlaufzeit und der Emissionskurs durch den jeweiligen Tageskurs ersetzt.

Die Sekundärmarktrendite schwankt im großen und ganzen mit der Emissionsrendite, weil es bei größeren Unterschieden rentabel wäre, auf dem Markt mit der jeweils höheren Rendite anzulegen. Es gibt jedoch Gründe, nach denen die Emissionsrendite über einen längeren Zeitraum gesehen im Durchschnitt etwas über der Sekundärmarktrendite liegen müßte: Neue Rentenwerte müssen nämlich erst auf dem Markt eingeführt werden, und außerdem müssen für neue Papiere erst Käufer gefunden werden, deren Anlage "bedarf" durch ein geringfügiges Anheben der Rendite über jene der schon umlaufenden Wertpapiere geweckt werden muß. In Österreich ist aber die Relation von Primär- und Sekundärmarktrendite gerade umgekehrt, weil die Zahl der Marktteilnehmer außerhalb des Kreditapparates auf dem Sekundärmarkt viel kleiner ist als auf dem Primärmarkt; dies beruht nicht zuletzt auf dem System des steuerbe-

günstigsten Erwerbs von Rentenwerten. Marktanteilsüberlegungen der Kreditunternehmungen dürften ferner dazu führen, daß sie sich um die Teilnahme an Emissionssyndikaten bemühen. Unterstützt durch eine permissive Geldpolitik kann daher das Angebot auf dem Primärmarkt in der Regel ohne Schwierigkeiten untergebracht werden.

Wirtschaftspolitische und institutioneller Rahmen

Der *rechtliche Rahmen* für die Emissionstätigkeit auf dem österreichischen Rentenmarkt wurde im Wertpapier-Emissionsgesetz 1979 neu geregelt. Aufsichtsbehörde für den Kapitalmarkt ist der Bundesminister für Finanzen, der jede Emissionstätigkeit genehmigen muß: im Falle von Einmalemissionen jeweils separat, für Daueremissionen durch Festlegen eines Emissionsrahmens und einer Frist für die tatsächliche Begebung²⁴⁾. Allerdings kann der Finanzminister die Genehmigung nur aus bestimmten betriebswirtschaftlichen oder volkswirtschaftlichen Erwägungen versagen. Zu den volkswirtschaftlichen Gründen gehören insbesondere die Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und "sonstige volkswirtschaftliche Interessen". Dies gibt dem Finanzminister de facto die Möglichkeit, die Spielregeln des Rentenmarktes zu gestalten. Insbesondere ist er damit in der Lage, die Konditionen so zu beeinflussen, daß sie mit der allgemeinen wirtschaftspolitischen Linie der Regierung in Einklang stehen. Da er jedoch die Nachfrage nicht beeinflussen kann, kommt es im Falle von ungeplanten Angebotsüberschüssen unter Umständen zu Absatzfraktionen. Dem Bund bleibt dann noch die Möglichkeit, die Inlandsliquidität — und damit auch das Anlagepotential für österreichische Rentenwerte — durch Kapitalimporte aus dem Ausland zu erhöhen.

Als "beratendes Organ" steht dem Finanzminister der aus Vertretern des Kreditapparates zusammengesetzte Kapitalmarktausschuß zur Verfügung. Er befaßt sich insbesondere mit der Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes und erstellt die hierzu relevanten Analysen und Prognosen. Über die reine Beratungsfunktion hinaus erweist sich der KMA als ein Sprachrohr des Kreditapparates, mit dem er in der Lage ist, seine Interessen gegenüber der Regierung zu artikulieren und auf die allgemeine Wirtschaftspolitik Einfluß zu nehmen. In der kurzen Zeit des Bestandes des KMA hat sich der Finanzminister jedenfalls stets an dessen Empfehlungen gehalten, die oft weit über die reine Analyse der Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes hinausgehen. Sie behandelten in der jüng-

sten Vergangenheit auch Fragen der Konditionengestaltung von festverzinslichen Wertpapieren, der Emissionsstruktur nach Finanzierungsinstrumenten und der Emissionstechnik.

Die Oesterreichische Nationalbank spielt in zweifacher Weise eine Rolle für den Kapitalmarkt: Einmal tritt sie selbst als Käufer und Verkäufer von Wertpapieren auf, und zwar insbesondere in ihrer Offenmarktpolitik, aber auch als Anleger für betriebsinterne Zwecke. Andererseits steuert sie die Liquidität des Kreditapparates, von der dessen Nachfrage nach Wertpapieren abhängt.

Die *Geldpolitik* der Währungsbehörden beeinflusst die Konditionen auf dem Rentenmarkt. In der Vergangenheit bestand nämlich eine Maxime der monetären Politik darin, die nominellen Zinssätze für Rentenwerte möglichst wenig schwanken zu lassen. Kurzfristig störende Markteinflüsse sollten neutralisiert werden, um ein kontinuierliches Kapitalmarktaufkommen in einer Höhe zu erreichen, die mit den langfristigen Finanzierungserfordernissen in Einklang stand²⁵⁾. Tatsächlich kann man etwa im Vergleich zur deutschen Zinssatzentwicklung eine eher stetige Bewegung in Österreich feststellen²⁶⁾. Diese Politik hat in Extremkonstellationen der Zinssätze immer wieder Absatzschwierigkeiten auf dem österreichischen Rentenmarkt mit sich gebracht. So stiegen etwa gegen Jahresende 1977 die Geldmarktsätze über die Sekundärmarkttrendite, so daß die Nachfrage nach langfristigen Papieren zusammenbrach. Die damals vom Bund geplante Emission konnte nur untergebracht werden, nachdem dieser zuvor den Liquiditätsengpaß durch Kapitalimporte gemildert hatte.

Die Politik der Nominalzinsstabilisierung wird vor allem unter dem Aspekt betrieben, die Anleger nicht durch Kursschwankungen zu verunsichern. Hier spielen weniger die Interessen der privaten Haushalte herein, die die einmal erworbenen Papiere überwiegend bis zur Tilgung halten, als vielmehr die der Unternehmungen inner- und außerhalb des Kreditapparates. Sie erwerben oft nur temporär Finanztitel, weshalb sie Gefahr laufen, unter pari verkaufen zu müssen. Kursverluste schlagen sich nach dem Niederstwertprinzip unmittelbar in der Unternehmensbilanz nieder. Das war auch der Hintergrund für die "Bonifizierung" der umlaufenden Rentenwerte im Jahre 1974 nach ungewöhnlichen Zinssteigerungen: Der Kreditapparat und die Währungsbehörden kamen damals überein, zum "Schutz des Sekundärmarktes" den Zinssatz für bereits emittierte Papiere zu erhöhen.

²⁵⁾ Vgl. hierzu: Mitteilungen des Direktoriums der Oesterreichischen Nationalbank, 10/1974, S.734.

²⁶⁾ In der Periode 1970 bis 1979 betrug der aus Monatsdaten berechnete Variationskoeffizient der Sekundärmarkttrendite in Österreich 9,5% und in der BRD 16,2%. In der BRD schwankte allerdings das gesamte Zinsniveau (und darüber hinaus auch andere volkswirtschaftliche Größen) viel stärker als in Österreich.

²⁴⁾ Für Aktienemissionen genügt eine nachträgliche Notifizierung.

Dies belastete insbesondere den Bund und die Kreditunternehmen als Emittenten und kam den privaten Nichtbanken und den Kreditunternehmen als Anleger zugute. Abgesehen von dieser globalen Sonderregelung sind die Emittenten laufend daran interessiert, ihre titrierte Schuld einer gewissen Marktpflege bzw. Kurspflege zu unterziehen. In Zeiten ruhiger Zinsentwicklung geschieht dies durch laufende Teilnahme am Marktgeschehen in geringem Umfang. Zur Dämpfung größerer Ausschläge können Rückkauffonds eingesetzt werden, die für einen Teil des emittierten Nominales eine gewisse Kursgarantie geben. Durch die Aktivitäten von Kursstützungssyndikaten kann es zu Verzerrungen in der Entwicklung der Sekundärmarktrendite kommen.

Die Emissionen selbst werden von Emissionssyndikaten organisiert, denen jeweils mehrere Kreditunternehmen angehören. Diese Syndikate garantieren den Emittenten gegen Entrichtung einer Gebühr den Absatz der Wertpapiere und nehmen ihm damit das Emissionsrisiko ab. Finden die Syndikatsmitglieder keine Abnehmer, so gehen die Papiere — zumindest vorübergehend — in ihre Portefeuilles über.

Die Kapitalaufbringungsseite ist kaum durch staatliche Eingriffe geregelt. In manchen anderen europäischen Ländern bestehen direkte Übernahmeverpflichtungen der Banken für Staatsanleihen. In Österreich gibt es nur indirekte Verpflichtungen, weil Bundesmittel sowohl in die Deckungsfonds für fundierte Kreditinstitutsanleihen als auch in die flüssigen Mittel zweiten Grades (die von den Kreditunternehmen proportional zu ihren Verpflichtungen gehalten werden müssen) aufgenommen werden können. Für private Unternehmen, die eine steuerbegünstigte Abfertigungsrücklage bilden wollen, besteht eine Verpflichtung zur Veranlagung in festverzinslichen Wertpapieren. Sie müssen die Hälfte des im Vorjahr ausgewiesenen Rücklagenbetrages in Rentenwerten (oder in Schuldscheindarlehen an die Republik Österreich) anlegen²⁷⁾. Für private Haushalte bestehen zwar keine Anlageverpflichtungen, wohl aber Kaufanreize in Form der Steuerbegünstigung des Zinsertrages und bis 1979 auch des Wertpapiererwerbs.

Probleme des österreichischen Kapitalmarktes

Der österreichische Kapitalmarkt ist in der Vergangenheit oft als unterentwickelt bezeichnet worden. Tatsächlich hat die vorstehende Analyse für den Rentenmarkt gezeigt, daß sich Österreich durchaus in das Spektrum der Industriestaaten einreihen läßt. In der Struktur der Marktteilnehmer beispielsweise ist der österreichische Rentenmarkt dem der BRD sehr

²⁷⁾ §14 des Einkommensteuergesetzes in der Fassung vom 1. Jänner 1978. Vorher betrug die Pflicht zur Wertpapierdeckung nur 25%.

ähnlich. Verglichen mit den gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsströmen in Österreich hat der Kapitalmarkt allerdings erst seit Mitte der siebziger Jahre Bedeutung. Die mit der internationalen Rezession einhergehende private Nachfrageschwäche und die kompensatorische Budgetpolitik steigerten auch die Bedeutung der Finanzmärkte: Ihnen kam die Aufgabe zu, die Geldvermögensüberschüsse (Ersparnisse) des einen Sektors in Kredite an andere Sektoren zu transformieren. Dabei wurde ein überdurchschnittlich hoher Anteil über den Rentenmarkt geleitet und damit langfristig gebunden.

Dennoch ist der österreichische Kapitalmarkt nicht frei von Problemen. Die Wirtschaftspolitik hatte seiner Integration in die Gesamtwirtschaft noch in den sechziger Jahren wenig Aufmerksamkeit geschenkt. Die Investitionspolitik der Nachkriegszeit war überwiegend auf Innenfinanzierung gerichtet, weshalb sich eine der wichtigsten Aufgaben eines entwickelten Kapitalmarktes in Österreich bis heute nicht herausbilden konnte: die Übernahme der Allokationsfunktion, die über den Marktmechanismus einen effizienten Einsatz der Finanzierungsüberschüsse einzelner Sektoren der Wirtschaft gewährleisten sollte.

Die Verbindung zwischen dem Güter- und Dienstleistungsbereich und den Finanzmärkten ist in Österreich gestört, weil der Staat selbst die Investitionen subventioniert, weil er das Sparen subventioniert und weil die Marktform der vollständigen Konkurrenz auf dem Kapitalmarkt nicht verwirklicht ist. Dadurch sind die Ausgleichsmechanismen zwischen realem und monetärem Sektor nicht in Form kommunizierender Gefäße verbunden.

In der unmittelbaren Nachkriegszeit bestand die Hauptaufgabe des Kapitalmarktes praktisch nur in der Allokation der Ersparnisse privater Haushalte an den Staat. Die Kapitalmarktpolitik war daher ausdrücklich auf die Förderung des Wertpapiererwerbs der privaten Haushalte ausgerichtet, am Anfang sogar nur auf den Erwerb von Emissionen der öffentlichen Hand. Diese Beschränkung wurde später aufgegeben. Ein weiterer Schritt zur Marktkonformität wurde 1979 mit der Abschaffung des steuerbegünstigten Wertpapiererwerbs gesetzt.

Der Aktienmarkt hat sich in Österreich viel schwächer entwickelt als der Rentenmarkt. Das Angebot an neuen Aktien ist nicht nur durch den geringen Umfang des börsenfähigen Aktienkapitals beschränkt, sondern dürfte auch aus steuerlichen und anderen betriebswirtschaftlichen Gründen von anderen Finanzierungsformen verdrängt werden. Dazu kommt noch ein ökonomischer Grund: Ist die Gewinnsituation einer Aktiengesellschaft günstig, wird sie auf die steuerlich begünstigte Innenfinanzierung zurückgreifen; ist sie ungünstig, wird die Nachfrage nach ihren Aktien zurückgehen. Die Nachfrage wird außerdem

durch den geringen Informationsstand der potentiellen Anleger, die mangelnde Publizität der Geschäftstätigkeit der Aktiengesellschaften und die in der Vergangenheit erzielten unterdurchschnittlichen Renditen gedämpft. Dazu kommt, daß auch der Sekundärmarkt wegen der geringen Streuung des Aktienbesitzes unterentwickelt ist

Zu den Strukturschwächen des Rentenmarktes gehört die oligopolistische Struktur sowohl der Kapitalnehmer als auch der Kapitalgeber; ein Vorteil dieser Marktform besteht allerdings in der relativ stabilen Kursentwicklung, die sowohl den Unternehmungen die Kalkulation erleichtert, als auch dem Sicherheitsstreben der Haushalte entgegenkommt. Ob die zunehmende Abhängigkeit des Kapitalmarktes von den Kreditunternehmungen zu den Strukturschwächen zu zählen ist, hängt von der Frage ab, ob seine Kapitaltransformationfunktion ohne Mitwirkung des Kreditapparates in gleicher Weise erhalten bleibt. Diese Frage ist derzeit für Österreich wohl zu verneinen, weil offensichtlich viele Transaktionen ohne Kreditapparat nicht zustande kämen.

Als Strukturmangel muß aber die geringe Präsenz der aus dem nichtfinanziellen Bereich stammenden Un-

ternehmungen am Emissionsgeschehen betrachtet werden. Darin spiegelt sich der Staatseinfluß in mehrfacher Weise: Der Staat ist selbst in beträchtlichem Maße Eigentümer von Produktionsunternehmungen, und er fördert die Aufnahme von Direktkrediten für Investitionszwecke durch Subventionen. Darüber hinaus spielt die Verflechtung der Produktionsunternehmungen mit dem Kreditapparat eine wichtige Rolle, weil die Banken stellvertretend für diese Betriebe als Kapitalnehmer auf dem Kapitalmarkt auftreten. Die niedrige Kapitalveranlagung der institutionellen Anleger ist möglicherweise eine Folge der geringen Diversifizierung des Rentenmarktes nach Finanzierungsinstrumenten, die wiederum mit dem System der Steuerbegünstigung zusammenhängt: Eine stärkere Auffächerung nach Fristigkeit und Emissionsform könnte zusätzliche Anlegerschichten mobilisieren. Hinsichtlich der Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes sollte der Mythos abgelegt werden, daß diese nur vom privaten Sparen abhängt. Entscheidend ist vielmehr die Liquidität der Kreditunternehmungen, die neben dem Sparen hauptsächlich von der Geldpolitik der Währungsbehörden bestimmt wird.

Heinz Handler