

Peter Brandner

# Kapitalmarkt in Österreich

## Struktur- und Verhaltensänderungen auf dem österreichischen Kapitalmarkt

**D**ie zunehmende Integration der internationalen Finanzmärkte hat auf dem österreichischen Kapitalmarkt Anpassungen bewirkt: Die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) hat die devisenrechtlichen Bestimmungen liberalisiert, die Anlagevorschriften für Kapitalanlagegesellschaften (Investmentfonds) und Versicherungen wurden flexibler gestaltet. Zunehmendes Ertragsbewußtsein hat Private veranlaßt, verstärkt auf dem Kapitalmarkt zu veranlagen. Die erhöhte Attraktivität der Wiener Börse ermöglichte nicht nur erfolgreiche Teilprivatisierungen des Bundes, sondern auch private Unternehmen wagten in den letzten Jahren häufiger den Gang an die Börse.

Auf dem Kapitalmarkt selbst wurden wichtige Regelungen den heutigen Anforderungen angepaßt: Tenderverfahren zur Emission der Bundesanleihen haben die alten Syndikate abgelöst. Mit Dezember 1989 trat das neue Börsegesetz in Kraft, das die von der EG vorgezeichnete Entwicklung nachvollzieht. Die Österreichische Termin- und Optionenbörse (ÖTOB) hat mit 4. Oktober ihre Tätigkeit aufgenommen. Nach wie vor weisen aber sowohl der Rentenmarkt als auch der Aktienmarkt institutionelle Schwächen auf, die durch bereits zu diskutierende Gesetzesänderungen weiter abgebaut werden sollten.

**Institutionelle Verbesserungen beheben Strukturschwäche des Primärmarktes nur teilweise**

In Österreich werden Investitions-erfordernisse oft günstiger über (zinssubventionierte) Kredite finanziert als über den Kapitalmarkt. Allerdings erfüllen wegen der kleinbetrieblichen Struktur nur wenige Unter-

**Die zunehmende Integration der internationalen Finanzmärkte hat auf dem österreichischen Kapitalmarkt Anpassungen bewirkt, die die Strukturschwächen jedoch nur zum Teil aufheben. Das voraussichtlich Anfang 1992 in Kraft tretende Kapitalmarktgesetz wird trotz zunehmender Deregulierung Aspekte des Anlegerschutzes nicht vernachlässigen. Bund und Banken dominieren die Emittentenstruktur auf dem Rentenmarkt, für die Unternehmensfinanzierung haben Kredite die größte Bedeutung. Der Sekundärmarkt für Wertpapiere ist in Österreich noch weit von der Vorstellung eines „informationseffizienten“ Marktes entfernt.**

nehmen die Voraussetzungen für eine Anleiheemission oder einen Gang an die Börse. In einer auf einer Unternehmensbefragung basierenden OeNB-Studie (Gnan, 1991) werden als wesentliche Hemmnisse einer Anleiheemission die eigene Unternehmensgröße sowie der „generell geringe Entwicklungsstand des Marktes für Industrieanleihen“ angeführt.

**Bund und Banken dominieren die Emittentenstruktur**

Besonders den Rentenmarkt kennzeichnet ein Mangel an privaten Schuldner und jenen aus der Industrie. Die Emittentenstruktur wird durch Bund und Banken dominiert (Übersicht 1). Der Anteil der Bruttoemissionen dieser Emittentengruppen an den gesamten Einmalemissionen schwankte in der Periode 1980/1990 zwischen 82,1% (1983) und 95,2% (1980). Während das Gewicht des öffentlichen Sektors in den letzten Jahren tendenziell zurückging, nahm jenes der Banken zu. Interes-

sant ist, daß die seit 1986 auf dem österreichischen Markt begebenen Anleihen mit variabler Verzinsung fast ausschließlich durch Banken emittiert wurden. Ausländische Emittenten beanspruchten den Primärmarkt 1990 mit 6,3 Mrd S und erhöhten damit ihren Anteil auf den Höchstwert von 7,4%. Bereits 1989 war der bislang höchste Anteil von 4,8% an den Einmalemissionen verzeichnet worden.

Im 1. Halbjahr 1991 stieg der Anteil des Bundes an den Bruttoemissionen im Vorjahresvergleich von 25,9% auf 51,3%, jener der Banken sank von 65,1% auf 47,1%. Bei einem relativ hohen Zinsniveau kann die Erwartung sinkender Zinsen ein Verschieben von Emissionsplänen bewirken. Dem Bund stehen diese Möglichkeiten jedoch nur in geringerem Umfang offen. Allerdings werden Bund und Banken ihre vorherrschende Stellung unter den Emittenten behalten.

**Neues Kapitalmarktgesetz ausgearbeitet**

Der Rentenmarkt ist derzeit durch das Wertpapieremissionsgesetz 1979 formal noch stark reguliert: Emissionen erfordern die Genehmigung des Finanzministers. Relativ lange Antragsfristen verbieten – insbesondere ausländischen – Emittenten meist, kurzfristige Emissionschancen wahrzunehmen. Der Kapitalmarktausschuß ist im Wertpapieremissionsgesetz gesetzlich verankert und behandelt neben Analysen und Prognosen zur Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes auch Fragen der Gestaltung von Konditionen. Ein neues Kapitalmarktgesetz (Stanze/ 1990), das mit zunehmender Deregulierung Aspekte des Anlegerschutzes nicht vernachlässigen soll, wurde ausgearbeitet und

**Emittentenstruktur auf dem österreichischen Rentenmarkt** Übersicht 1

	Öffentlicher Sektor	Unternehmen In % der Einmalemissionen (brutto)	Banken	Ausland
Ø 1970/1979	55,1	22,3	21,3	1,4
1980	67,5	2,4	27,7	2,4
1981	72,1	9,8	18,0	0,0
1982	71,6	11,2	15,8	1,5
1983	63,6	15,4	18,5	2,6
1984	67,0	14,6	15,8	2,6
1985	58,0	8,9	32,2	0,8
1986	58,6	8,6	31,3	1,5
1987	61,8	7,5	28,7	2,0
1988	51,8	7,8	40,4	0,0
1989	49,5	8,3	37,4	4,8
1990	46,2	5,3	41,2	7,4

dürfte Anfang 1992 in Kraft treten<sup>1)</sup> Eine wichtige Änderung ist die Aufhebung der behördlichen Genehmigungspflicht Der Anleger soll durch Prospekte umfangreich informiert werden, für deren Richtigkeit sowohl der Anbieter (für Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit) als auch der Emittent (auch für leichte Fahrlässigkeit) haften Die nach EG-Richtlinien zu gestaltenden Prospekte werden von Banken bzw Wirtschaftsprüfern geprüft (Prospektkontrolle) Banken werden auch nicht-fundierte Anleihen<sup>2)</sup> emittieren dürfen Die Begebung von Anleihen mit ein- bis fünfjähriger Laufzeit soll eine Erweiterung des Angebotes ermöglichen und wird gebundene Sparformen direkt konkurrenzieren Bisher betrug die Mindestlaufzeit von Rentenwerten in der Regel fünf Jahre

**Emissionstechnik: Neues Verfahren für Bundesanleihen**

Emissionen wurden bis Anfang 1987 durch Anleihsyndikate (bestehend aus 32 Banken) gestaltet die dem Emittenten die Plazierung garantierten Um die durch starre Syndikatsquoten und Einheitskonditionen charakterisierte Emissionstechnik marktbezogener zu gestalten, wurde seit 1987 ein Teil der Emission in Form eines Mengentenders begeben Mit Anfang 1989 wurde der (Teil-) Mengentender durch einen (Teil-) Preistender ersetzt: Die Teilnahmeberechtigung zu einer Mindestgebots- höhe von 200 Mill S hing von der Verpflichtung ab, für die begebene Bun-

desanleihe einen Markt zu machen<sup>3)</sup> Die im Preistender vereinbarte Nominalverzinsung verursachte deutliche Abweichungen des Emissionskurses vom Nennwert, was dem Prinzip der Zinswahrheit widersprach Mit April wurde daher der Preistender durch einen (Teil-) Renditetender ersetzt

**Mengen-, Preis- und Renditetender**

Mit einem Tenderverfahren wird eine Emission im Rahmen einer Auktion vergeben: Gelangt nicht das gesamte Volumen zur Ausschreibung, spricht man von einem Teiltender Die an der Auktion teilnehmenden Banken geben Angebote in bezug auf Menge, Preis oder Rendite zu jeweils vorgegebener Laufzeit ab: Für den Mengentender gibt der Emittent die Verzinsung vor, die Banken platzieren Mengengebote Für den Preistender bestimmt der Emittent die Kuponverzinsung, die Banken teilen mit, zu welchem Preis (Kurs) sie ein bestimmtes Volumen übernehmen wollen: Im Fall des Renditetenders werden statt der Kurse Renditegebote abgegeben.

Strukturänderungen in der Emissionstechnik erfolgten mit einem neuen zwischen dem Bundesministerium für Finanzen und den Banken vereinbarten Verfahren (*Weiss – Paar*, 1991), das erstmals für die Emission der Bundesanleihe im Februar 1991 angewendet wurde

Das neue Tenderverfahren soll einerseits marktnah ausgestattete Bundesanleihen schaffen die als Maßstab für die Gestaltung von Konditionen anderer Emissionen dienen können, andererseits soll durch die

**Die wichtigsten Aspekte des neuen Emissionsverfahrens für Bundesanleihen**

Am Renditetender sind 14 Banken teilnahmeberechtigt Ihr Mindestgebot beträgt ein Viertel des höchsten Emissionsvolumens, ihr Höchstgebot 30% des Emissionsvolumens Der Emittent muß sein Gebot in einer Bandbreite von bis zu 2 Mrd. S spätestens eine Woche vor dem geplanten Emissionstermin bekanntgeben Neben den „kompetitiven Volumina“ (sie beziehen sich auf jene Gebote, die basierend auf tatsächlichen Renditeangaben auch zugeteilt wurden) können die Teilnehmer auch nicht-kompetitive Gebote anmelden, die aufgrund der errechneten Durchschnittsrendite zugeteilt werden Zusätzlich zu dem kompetitiven und nicht-kompetitiven (vom Emittenten auf 1 Mrd. S begrenzbar) Emissionsvolumen werden weitere 200 Mill. S begeben, die der Bund für Marktinterventionen zurückbehält Um einen funktionierenden Sekundärmarkt zu ermöglichen, sind die 14 Banken als „market-maker“ verpflichtet, börsetäglich Ankaufs- und Verkaufskurse mit einer Höchstspanne von 30 Basispunkten zu stellen Für Einzeltransaktionsvolumina bis zu 10 Mill. S sind diese Kurse verbindlich Gegenüber dem Emittenten besteht die „Market-making“-Verpflichtung bis zu dem von ihm für Marktinterventionen zurückbehaltenen Volumen von 200 Mill. S.

Market-maker-Verpflichtung die Liquidität erhöht werden.

**Negative Differenz zwischen Emissions- und Sekundärmarktrendite**

Die Emissionsrenditen liegen unter den entsprechenden Sekundärmarktrenditen (um rund 10 bis 30 Basispunkte), unabhängig davon, ob in einer Phase steigender oder fallender Zinsen emittiert wird (Übersicht 2) In einem Wertpapiermarkt, der sich im Gleichgewicht befindet, könnte erwartet werden, daß die Emissionsrenditen – zumindest geringfügig – höher sind als die Sekundärmarktrenditen: Der niedrigere Kurs für die neuen Papiere garantiert durch Portfolioumschichtungen bzw neue Käufer die

<sup>1)</sup> Als Alternative zu einem Kapitalmarktgesetz das den Rentenmarkt regelt bietet sich das ersatzlose Auslaufen des Wertpapieremissionsgesetzes an (*Haschek* 1990)

<sup>2)</sup> Für nicht-fundierte Anleihen haften die Banken mit ihrem Gesamtvermögen für fundierte Anleihen haften neben dem Vermögen der Banken auch besondere Deckungsfonds

<sup>3)</sup> Kleine Konsortialmitglieder waren von der Mindestgebotshöhe und der Verpflichtung zum „market-making“ ausgenommen

**Differenz zwischen Sekundärmarkt- und Emissionsrenditen für Bundesanleihen** *Übersicht 2*

	Laufzeit in Jahren		
	5	7	10
	Prozentpunkte		
<b>1988</b>			
März			0 25
Mai			0 26
September	0 17		
<b>1989</b>			
Jänner			0 10
Februar			0 09
März			0 12
April			0 15
Mai			0 11
Juli			0 08
Dezember	0 04		
<b>1990</b>			
Jänner			0 07
Februar			0 35
April			0 13
Mai			0 15
Juli	0 23		
September		0 30	
Oktober	0 20		
Dezember	0 18		
<b>1991</b>			
Jänner			0 13
Februar			0 06
März	0 26		
April			0 29
Mai		0 19	
Juni	0 23		
September	0 14		

Abnahme Studien für den Kapitalmarkt der USA (Weinstein, 1978) aber auch der Schweiz (Wasserfallen – Wydler 1988) belegen daß die Kurse bei der Emission von Rentenwerten

**Die negative Differenz zwischen Emissions- und Sekundärmarktrendite läßt sich zum Teil durch vergleichsweise höhere Transaktion auf dem Sekundärmarkt erklären. Die Schwankungen des Differentials deuten auf Barrieren zwischen Primär- und Sekundärmarkt hin.**

meist jene auf dem Sekundärmarkt unterschreiten („under-pricing“), also höhere Renditen ermöglichen

Auf Märkten, auf denen die Preise eine gewisse Zeit vor der Emission festgesetzt werden (wie es bei der vollständigen Begebung im Rahmen der Anleihesyndikate üblich war) könnten jeweils nicht-antizipierte Zinsanstiege niedrigere Emissionsrenditen verursachen. So könnten in

**Ersterwerb von Einmalemissionen**

*Übersicht 3*

Ø 1970/1979	Institutionelle Anleger	Nichtinstitutionelle Anleger	Devisenausländer	Banken <sup>1)</sup>
	In % der Einmalemissionen			
1980	7 5	31 4	2 0	59 1
1981	10 8	27 6	3 2	58 2
1982	9 2	27 9	3 2	59 7
1983	12 8	19 9	2 0	65 2
1984	15 7	19 6	0 7	63 0
1985	13 0	16 0	3 0	68 0
1986	11 5	14 9	4 7	67 6
1987	11 4	14 0	6 3	68 3
1988	13 1	15 3	2 7	68 8
1989	20 8	15 2	4 3	59 8
1990	23 4	16 8	4 4	55 3
1991	20 6	31 8	5 3	42 5

<sup>1)</sup> Unterstellt wird eine Erstübernahme von 100% der bis 1988 begebenen Bundesobligationen in die Bankenportefeuilles

einer Phase steigender Rentenpreise Emissionsrenditen prognostizierte Zinsrückgänge vorwegnehmen, die dann aber nicht eintreten Solche Erklärungen scheiden jedoch für den heimischen Rentenmarkt aus, da – insbesondere im neuen Emissionsverfahren – nur wenige Stunden zwischen Tendergeboten und Festsetzung der Emissionskonditionen vergehen Das Ausmaß der Renditedifferenz zwischen Emissions- und Sekundärmarktrendite läßt sich mit möglichen Informationsasymmetrien nicht erklären Allerdings können vergleichsweise höhere Transaktionskosten (Maklergebühren, Börsenumsatzsteuer) auf dem Sekundärmarkt Grund für eine Renditedifferenz sein: Für einen privaten Investor wird der Renditevorsprung durch Kommissionen weitgehend ausgeglichen Für die am Tender teilnehmende Bank erhöht sich hingegen die Rendite des ins eigene Portfolio übernommenen Emissionsvolumens wenn sie die laufzeitabhängige Gebühr<sup>4)</sup> in die Renditeüberlegung einbezieht<sup>5)</sup> Hohe Kommissionen auf dem Sekundärmarkt steigern einerseits die Dienstleistungserträge der Banken und erlauben andererseits dem Bund als Emittenten, günstige Konditionen durchzusetzen Auch wenn die Renditedifferenz teilweise durch Berücksichtigung von Gebühren erklärt werden kann deuten die Schwankungen des Differentials auf Barrieren zwischen Primär- und Sekundärmarkt hin

Nach der Erwerbsstatistik, die die Gläubigerstruktur für den Ersterwerb

von Einmalemissionen erfaßt, betrug der Anteil der Nostrozeichnungen der Banken in den achtziger Jahren 56,6% (Übersicht 3): 1986 und 1987 übernahmen die Banken infolge günstiger Liquiditätslage und abgeschwächter Kreditnachfrage über 68% der Einmalemissionen in ihre Portefeuilles Bereits 1988/89 sank der Anteil der Banken am Ersterwerb um rund 10 Prozentpunkte Dieses Potential wurde überwiegend durch Investmentfonds aufgenommen. Der Zeichnungsanteil der Bankenkundschaft erreichte 1990 mit 58% einen Höhepunkt, der ausschließlich auf das starke Engagement nicht-institutioneller Anleger (31 8%; 1989 16 8%) zurückzuführen ist Das hohe Zinsniveau 1990 begünstigte nicht nur Anleihen- gegenüber Aktieninvestitionen, sondern bewirkte auch im Anlageverhalten die Substitution von Rentenfondsveranlagung durch Direkterwerb der Rentenwerte Das Rekordergebnis des Vorjahres wird sich 1991 nicht mehr wiederholen: Im 1 Halbjahr sank der Ersterwerb durch Bankenkundschaft auf 44% Dieser Rückgang gründet auf dem schwachen Engagement nicht-institutioneller Anleger im Inland aber auch die Devisenausländer hatten nur geringes Interesse an den Emissionen Während die Inländer Bankemissionen bevorzugten investierten Devisenausländer überwiegend in Nichtbankemissionen

In den letzten fünf Jahren ging die Nettobeanspruchung des Rentenmarktes von 68,4 Mrd S (1987) auf 57,8 Mrd S (1990) zurück (Über-

<sup>4)</sup> Die Begebungs- und Garantieprovision beträgt für Anleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren 2 0% von 5 Jahren 1 55% Das entspricht rund 20 bzw 31 Renditebasispunkten

<sup>5)</sup> Der nach der Höhe der zugewiesenen Beträge gestaffelte Kursabschlag von bis zu 30 Basispunkten (dieser Wert gilt nur wenn mehr als 20% des Emissionsvolumens ersteigert wurden) wirkt in die gleiche Richtung

**Nettoemissionen auf dem österreichischen Rentenmarkt** *Übersicht 4*

	Öffentlicher Sektor	Unternehmen	Banken	Ausland	Einmal-emissionen	Dauer-emissionen	Gesamt-emissionen
	Mrd S						
Ø 1970/1979	102	18	49	03	172	107	279
1980	163	-28	84	09	227	175	401
1981	52	-12	10	-02	48	122	170
1982	137	07	26	02	173	200	372
1983	282	72	82	14	450	218	668
1984	69	15	05	06	96	139	235
1985	151	19	145	03	317	183	500
1986	275	22	139	06	443	156	599
1987	341	31	139	16	527	157	684
1988	219	28	274	-24	498	145	643
1989	189	40	263	34	527	76	602
1990	231	04	246	54	536	42	578

sicht 4) Im 1. Halbjahr 1991 lag sie mit 35,2 Mrd S geringfügig über dem vergleichbaren Wert des Jahres 1990 Die Nettobeanspruchung der Bankenemissionen war hingegen in den letzten Jahren deutlich höher

**Hohe Selbstfinanzierungsquote auf dem Rentenmarkt**

Die in den letzten Jahren recht stabile Entwicklung der Brutto- und Nettoemissionen spiegelt ein hohes Niveau der Selbstfinanzierungskraft wider (Übersicht 5) Unter der Annahme, daß Tilgungen und Zinszahlungen wieder in Rentenwerten veranlagt werden wären 1991 91,3% der Brutto-Einmalemissionen aus dieser Komponente dotiert worden In dem hohen Grad der Selbstfinanzierung kommt die geringe Dynamik des Rentenmarktes zum Ausdruck. Werden die laufenden Zinsen dem laufenden Einkommen zugeordnet, kann der Rentenmarkt durch die allein mit den Tilgungen ermittelte Selbstfinanzierungsquote beurteilt werden: Diese war in den achtziger Jahren mit 51,1%

im Durchschnitt höher als in den siebziger Jahren (37,6%), sank aber 1990 auf 36,6% den niedrigste Wert seit 1979 (läßt man das durch Vorzieheffekte vor der Einführung der Zinsertragsteuer verzerrte Ergebnis aus dem Jahr 1983 außer Betracht).

Auf dem Aktienmarkt wurde versucht, mit dem Börsegesetz 1989 den EG-Richtlinien entsprechende internationale Standards in den Bereichen Publizität, Börsenaufsicht und Anleger-

**Börsegesetz 1989  
etabliert internationale  
Standards**

schutz zu etablieren (Bayer – Hahn, 1991) Für moderne Formen des Wertpapierhandels (Computerbörse) und des Portfoliomanagements wurden damit die rechtlichen Rahmenbedingungen geschaffen. Im Fall einer Aktienemission prüft die Börsekammer nur die formalen Bedingungen für eine Zulassung zum Handel an der Börse Für die materielle Richtigkeit (Bonitätsprüfung) der im Börseein-führungsprospekt getätigten Anga-

ben zum Unternehmen haftet die Einföhrungsbank.

Aufgrund des Booms seit 1986 gewinnt die Finanzierung durch Aktien – verglichen mit der Kapitalauf-bringung durch Rentenwerte – an Bedeutung Das Netto-Emissionsvo-lumen der Aktien betrug (nach 4,2 Mrd S 1985) 1986/1989 11,8 Mrd S bis 16,5 Mrd S Im 1. Halbjahr 1990 erreichten die Net-toemissionen mit 17,8 Mrd S einen Spitzenwert Seither ging das Volu-men allerdings kontinuierlich zurück Fast parallel zur Kursentwicklung san-ken die Aktienemissionen im 2. Halb-jahr 1990 auf 13,4 Mrd S und im 1. Halbjahr 1991 auf 10,6 Mrd S. Wie aus einer OeNB-Studie (Gnan, 1991) hervorgeht, sehen die Unternehmen einen „verstärkten Erfolgsdruck des Managements“ als wichtigstes Argu-ment gegen eine Aktienemission. Steuernachteile Publizitätspflicht oder Mitspracherecht der Aktionäre werden hingegen nicht als wesentli-ches Hindernis empfunden Der Rückgang der Aktienemissionen seit dem 2. Halbjahr 1990 hängt jedoch unmittelbar mit der anhaltend unsi-cheren Börsensituation zusammen Auf ein sehr hohes Kursniveau, konti-nuierlich hohe Zinsen und politische Krisen (Kuwait) folgten tiefe Kursein-brüche

**Kredite dominieren  
Unternehmensfinanzierung, aber  
Aktien gewinnen an Bedeutung**

Sowohl der Aktienmarkt als auch der – in bezug auf das Volumen – bedeutendere Rentenmarkt sind im internationalen Vergleich für die Fi-nanzierung von Unternehmen in Öster-reich von nur geringer Bedeu-tung (Übersicht 6) Der Anteil der Schuldenaufnahme aus Rentenem-issionen bleibt deutlich unter 10% 1990 betrug er sogar nur 0,3% Der hohe Wert aus dem Jahr 1983 (7,2 Mrd S) ist durch Sonderfaktoren stark beein-flußt: Infolge der Ankündigung der Zinsertragsteuer, die mit Jänner 1984 in Kraft trat, nahm das Emissionsvo-lumen zu und wurde vom Markt auch absorbiert Die Kreditaufnahme blieb 1983 aufgrund der ungünstigen Kon-junktur weit zurück die Industrie re-duzierte ihr aushaftendes Kreditvolu-men sogar Einen deutlichen Auf-schwung nahm die Aktienfinanze-

**Bruttoemissionen auf dem österreichischen Rentenmarkt** *Übersicht 5*

	Öffentlicher Sektor	Unternehmen	Banken	Ausland	Einmal-emissionen	Dauer-emissionen	Gesamt-emissionen	Selbstfinanzierung der Einmal-emissionen durch Tilgungen und Zinszahlungen
	Mrd S							In % der Einmal-emissionen
Ø 1970/1979	150	39	58	03	251	162	413	37,6
1980	281	10	115	10	416	334	750	86,1
1981	184	2,5	4,6	0,0	25,5	30,6	56,0	81,1
1982	294	4,6	6,5	0,6	41,1	35,5	76,6	58,1
1983	448	10,8	13,0	1,8	70,4	50,0	120,5	36,0
1984	230	5,0	5,4	0,9	34,3	30,7	65,0	72,1
1985	34,5	5,3	19,1	0,5	59,4	38,2	97,6	46,7
1986	47,9	7,0	25,5	1,2	81,6	40,5	122,1	45,8
1987	55,3	6,7	25,7	1,8	89,5	48,6	138,2	41,1
1988	46,1	6,9	36,0	0,0	89,1	58,0	147,1	44,1
1989	43,5	7,3	32,8	4,2	97,8	49,7	137,5	40,0
1990	39,0	4,5	34,8	6,3	84,5	54,0	138,5	36,6

**Außenfinanzierung der Unternehmen**

Übersicht 6

**Netto-Finanzierungsbeiträge pro Jahr**

	Kredite an den Unternehmenssektor <sup>1)</sup>	Rentenwerte	Wertpapierverschuldung Anteilswerte		Auslandsverschuldung	Gesamtverschuldung
			Genußscheine	Aktien und Partizipations-scheine <sup>2)</sup>		
Mrd S						
1980	55.4	-2.8	0.0	0.1	5.1	57.7
1981	60.7	-1.2	0.0	0.6	15.7	75.8
1982	29.6	0.7	0.0	1.1	5.4	36.7
1983	9.8	7.2	1.0	1.1	3.1	22.2
1984	42.2	1.5	1.6	0.7	-8.5	37.5
1985	33.3	1.9	3.4	3.3	1.4	43.3
1986	36.3	2.2	1.3	8.2	4.8	52.8
1987	32.9	3.1	1.4	11.7	4.0	53.0
1988	65.8	2.8	1.4	10.9	-4.1	76.8
1989	87.3	4.0	0.7	14.8	-7.1	99.6
1990	95.7	0.4	0.4	28.0	14.1	138.6

Anteile in %						
1980	95.9	-4.9	0.0	0.1	8.8	100.0
1981	80.1	-1.6	0.0	0.8	20.7	100.0
1982	80.5	1.9	0.0	2.9	14.7	100.0
1983	44.2	32.3	4.6	5.0	13.9	100.0
1984	112.6	4.0	4.2	1.8	-22.7	100.0
1985	77.0	4.3	7.9	7.5	3.2	100.0
1986	68.7	4.2	2.4	15.5	9.1	100.0
1987	62.1	5.8	2.6	22.1	7.5	100.0
1988	85.7	3.7	1.8	14.2	-5.3	100.0
1989	87.6	4.1	0.7	14.8	-7.1	100.0
1990	69.0	0.3	0.3	20.2	10.2	100.0

<sup>1)</sup> Bank- und Versicherungskredite. — <sup>2)</sup> Kapitalerhöhungen gegen Bareinlagen und Börseneinführungen (ohne Berücksichtigung von Kapitalherabsetzungen und Kapitallösungen)

rung, sie trug 1990 mit 28 Mrd S mehr als 20% zur Außenfinanzierung bei. Finanzierungen über Genußscheine hatten, da sie für Kapitalgeber allein wegen Steuerbegünstigung interessant waren, nur kurzfristig eine gewisse Bedeutung. Auffallend ist, daß das Zinsniveau der Gesamtwirtschaft das Finanzierungsverhalten praktisch nicht beeinflusst. Sowohl in

Hochzinsphasen als auch in Perioden niedriger Zinsen dominiert die Kreditfinanzierung. Einerseits sind zinssubventionierte Kredite von Zinssatzänderungen meist nicht betroffen, andererseits werden Kredite häufig durch Sparformen besichert, sodaß die (relativ konstante) Differenz zwischen Soll- und Habenzinsen im wesentlichen die Finanzierungskosten bestimmt (Abbildung 1).

**Liquidität und Transparenz auf dem Sekundärmarkt noch gering**

Der Sekundärmarkt für Wertpapiere ist in Österreich noch weit von einem „informationseffizienten“ Markt

**In der Unternehmensfinanzierung dominieren Kredite sowohl in Hochzinsphasen als auch in Perioden niedriger Zinsen. Die Kapitalaufnahme über Aktienemissionen gewinnt an Bedeutung, die Verschuldung auf dem Rentenmarkt ist gering.**

entfernt. Es fehlt ihm insbesondere an Transparenz, und auch weil ein hoher Anteil des Wertpapierhandels außerhalb der Börse stattfindet. Darüber hinaus beeinträchtigen Kostenelemente — wie die Börsenumsatzsteuer (BUST)

— die Entfaltung neuer Finanzierungsinstrumente. Die Besteuerung von Wertpapiertransaktionen wird traditionell damit begründet, daß sie den kurzfristigen („spekulativen“) Handel bremst. Eine niedrige Transaktionssteuer soll Anreize schaffen, Investitionen in Finanzpositionen längerfristig zu halten. Demgegenüber wird betont (Miller, 1991, Smith, 1991), daß diese Transaktionssteuer die Bildung eines liquiden und funktionierenden Sekundärmarktes behindert. Auch für die Schaffung einer — für Leerverkäufe erforderlichen — Wertpapierleihe ist die Börsenumsatzsteuer problematisch.

**Strukturbedingte Überschußnachfrage auf dem Rentenmarkt**

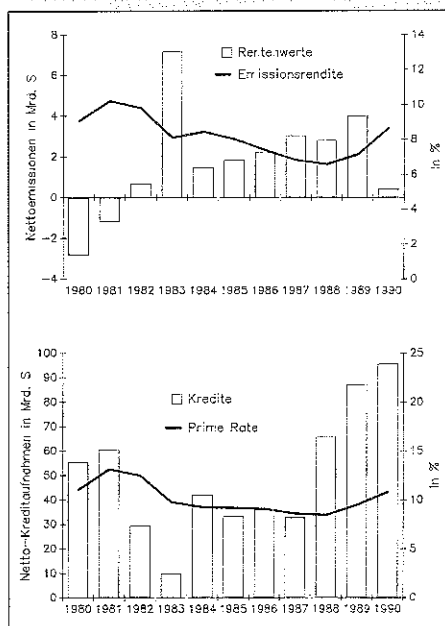
Auf dem Rentenmarkt bildete sich in den letzten Jahren eine strukturbedingte Überschußnachfrage, die vor allem auf die kräftige Inlandsnachfrage institutioneller Investoren nach Schillingpapieren zurückgeht. Die Ursache hierfür ist in den Veranlagungsvorschriften für Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds sowie in der großen Zahl von Kapitalanlagegesellschaften — die aufgrund ihrer Fondsbestimmungen überwiegend in festverzinsliche Papiere investieren (müssen) — zu sehen. Dadurch sinken die Renditen, und damit auch die Attraktivität des österreichischen Marktes für ausländische Investoren. Private, die nicht an Veranlagungsvorschriften gebunden sind, investieren verstärkt in Fremdwährungspapiere. Allerdings spiegeln die Fondsbestimmungen auch die Anlagepräferenzen der Käufer von Investmentzertifikaten wider.

Eine geringe Liquidität auf dem Sekundärmarkt bedeutet für einen Investor das Risiko, daß er ein Wertpapier möglicherweise nicht jederzeit und nicht so rasch (ver-)kaufen kann wie auf „dichten“ Finanzmärkten. Zur Analyse der Liquiditätssituation werden üblicherweise die von Marktteilnehmern gestellten Ankaufs- und Verkaufskurse herangezogen. Für Österreich liegen hierfür noch zuwenig Informationen vor.

Auf dem Aktienmarkt gilt noch die 10%-Klausel (vor 1988 5%-Klausel): Kurse dürfen an einem Tag um nicht mehr als 10% steigen bzw. fallen. Die-

**Außenfinanzierung der Unternehmen**

Abbildung 1



se Regel soll extreme und „selbstverstärkende“ Kursausschläge dämpfen und dadurch die Unsicherheiten von Emittenten und Anlegern über die Marktentwicklung begrenzen. Am „Roten Montag“ (19 August 1991)

#### Marktgerechte Preisbildung für Termin- und Optionenmärkte notwendig

kam es infolge der politischen Ereignisse in der UdSSR auch an der Wiener Börse zu massiven Kurseinbrüchen, dabei wurde die 10%-Grenze mehrfach wirksam. Im Gegensatz zu den meisten Weltbörsen wurden hier auch am Dienstag weitere Kursverluste verzeichnet.

Vom Standpunkt „informationseffizienter“ Märkte wird jede Unterbrechung des Wertpapierhandels — auch bei starken Preisausschlägen — als problematisch gewertet, weil sie den „freien“ Preisbildungsprozeß bremst: „Wenn die Kurse nur rasch und tief genug fallen können, findet der Markt schneller zu seinem neuem Gleichgewicht.“ Demgegenüber erschweren „circuit breakers“ die Kursbildung für die Wiederaufnahme des Handels. Es wird auch argumentiert (Miller, 1991), daß Begrenzungen von Kursausschlägen auf dem Kassamarkt Handelsunterbrechungen und Einschüßerfordernisse („margin requirements“) oder Einschränkungen des Programmhandels (Index-Arbitrage, „portfolio insurance“) die Funktionsfähigkeit des Marktes nicht zwingend verbessern. Eher pragmatisch orientierte Positionen, wie sie etwa der Brady-Report nach dem „Crash“ 1987 vertritt, erachten im Unterschied dazu „circuit breakers“ in Krisenphasen des Aktienmarktes bzw. unter dem Eindruck keineswegs perfekter Preisbildung (Friedman — Laibson 1989) als durchaus hilfreich für eine Stabilisierung der Marktstrukturen und -erwartungen. In der Praxis sieht jede Börse verschiedene Instrumente zur Handelsunterbrechung vor, deren konkrete Ausgestaltung aber durchaus zu diskutieren wäre.

Für Österreich ist der Zusammenhang dieser Regulierungen des Aktienmarktes mit der Funktionsfähigkeit des im Aufbau begriffenen Termin- bzw. Optionsmarktes besonders aktuell. Für einen Erfolg der Österreichischen Termin- und Optionsbörse (ÖTOB) ist eine marktgerechte Preis-

bildung notwendig. Erster Schritt zur Verbesserung der Liquidität auf dem Kassamarkt ist die Einführung eines Market-making-Systems, über das sich die wichtigsten österreichischen Wertpapierbanken geeinigt haben. Ab 4. Oktober verpflichten sich diese Banken, für alle an der ÖTOB gehandelten Aktien ständig An- und Verkaufskurse mit einem höchsten Abstand (Spread) von 1,5% und Mindestmengen von 300 Stück zu stellen.

Entwickelte Finanzmärkte benötigen Instrumente, die ein modernes Portfolio-Management ermöglichen.

**Für Österreich ist der Zusammenhang zwischen Regulierungen auf dem Aktienmarkt und der Funktionsfähigkeit des im Aufbau begriffenen Termin- und Optionsmarktes besonders aktuell.**

Auf der ÖTOB ist vorerst nur der Handel mit Aktienoptionen geplant. Ebenso wichtig wäre die baldige Bereitstellung von Finanzinstrumenten, die das Zins- bzw. Kursrisiko für Rentenwerte absichern.

Ein Weg, Wechselbeziehungen zwischen den einzelnen Teilmärkten zu schaffen und transparent zu gestalten, wäre, sowohl den Aktien- wie auch den Rentenhandel möglichst vollständig an die Börse zu bringen. Dadurch kann die potentielle Markttiefe ausgeschöpft werden. Während dies mit Anteilswerten zunehmend erfolgt (in den letzten Monaten etwa zwei Drittel der Gesamtumsätze), werden noch rund 95% der Rentenwerte außerbörslich gehandelt. Obwohl man damit rechnen würde, daß im außerbörslichen Wertschriftenhandel die Gefahr von Preismanipulation und die Anfälligkeit für Insiderdelikte zunimmt, weisen Erfahrungen aus den USA jedoch auf hohe Transparenz im außerbörslichen Geschäft hin.

#### Kapitalverkehrsliberalisierung verstärkt strukturbedingte Schwächen

Das knappe Angebot des österreichischen Kapitalmarktes kann — besonders im Fall von Rentenwerten — zu Ungleichgewichten im langfristigen Kapitalverkehr führen. Pensionskassen sowie andere institutionelle Investoren müssen unabhängig von struktur-

turbedingten Schwächen der Kapitalmärkte ihre Engagements in österreichische Wertpapiere (besonders Anleihen) tätigen, da sie an Veranlagungsvorschriften gebunden sind. Wirtschaftsunternehmen und Private werden dagegen vermehrt in Fremdwährungspapieren investieren. Die explosionsartige Kursentwicklung an der Wiener Börse löste 1989 einen starken Mittelzufluß im Aktienbereich aus (Brandner, 1991).

Mit liberalisiertem Kapitalverkehr ist auch die „Börsenkultur“ eines Kapitalmarktes für Investitionsentscheidungen maßgebend. Daher ist für den heimischen Rentenmarkt zu befürchten, daß er einerseits als internationale Anlagemöglichkeit nicht ausreichend berücksichtigt und andererseits auch wenig für Emissionen genutzt wird. Die strukturbedingten Schwächen — gegenüber ausländischen Finanzplätzen — könnten dadurch zunehmen.

#### Literaturhinweise

- Bayer K, Hahn F. „Wiener Aktienbörse: Institutionelle und organisatorische Reform im internationalen Vergleich.“ WIFO-Monatsberichte 1991 64(5) S 291-299
- Brandner P. „Österreichische Devisenbestimmungen vollständig liberalisiert: Aspekte zur Kapitalbilanz und Geldpolitik.“ in diesem Heft
- Friedman B M, Laibson D I. „Economic Implications of Extraordinary Movements in Stock Prices.“ Brookings Papers on Economic Activity 1989 (2) S 137-189
- Gnan E. „Zur Angebotssituation auf dem österreichischen Kapitalmarkt.“ Berichte und Studien der Oesterreichischen Nationalbank 1991 (1) S 55-73
- Handler H. „Institutionen und Strukturen des österreichischen Kapitalmarktes.“ WIFO-Monatsberichte 1980, 53(2), S 51-68
- Haschek H. „Zur Deregulierungsdebatte der österreichischen Finanzmärkte.“ Österreichisches Bank-Archiv 1990 (4) S 245-249
- Miller M H. Financial Innovations and Market Volatility. Basil Blackwell, Cambridge, Mass 1991
- Oesterreichische Kontrollbank. Überlegungen zur österreichischen Kapitalmarktpolitik. Wien 1990
- Smith C W. „Globalization of Financial Markets.“ Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 1991 (34) S 77-96
- Stanzel A. „Das neue Kapitalmarkt-Emissionsgesetz.“ Österreichisches Bank-Archiv 1990 (4) S 239-244
- Wasserfallen W, Wydler D. „Underpricing of Newly Issued Bonds: Evidence from the Swiss Capital Market.“ Journal of Finance 1988 43(5) S 1177-1191
- Weinstein M I. „The Seasoning Process of New Corporate Bond Issues.“ Journal of Finance 1978 33(5) S 1343-1354
- Weiss E, Paar M. „Die Emissionstechnik bei der Begebung österreichischer Bundesanleihen.“ Österreichisches Bank-Archiv 1991 (7) S 514-520