

## Unternehmen

### Hohe Investitionsnachfrage im Jahr 2003

Die Investitionsnachfrage legte im Jahr 2003 – trotz des schwachen BIP-Wachstums von real 0,7% – um real 4,6% zu. Großteils handelte es sich dabei um einen Aufholeffekt in Form von Ersatzinvestitionen, nachdem das Investitionswachstum in den Jahren 2001 und 2002 rückläufig gewesen war. Steuerliche Anreize in Form der Investitionszuwachsprämie und öffentliche Infrastrukturausgaben wirkten stimulierend. Das Innenfinanzierungspotenzial wurde auf dem Niveau von 2002 gehalten. Nach vorläufigen WIFO-Schätzungen erreichte die Cash-Flow-Quote der Sachgütererzeugung im Jahr 2003 11,0%.

Für das Jahr 2004 wird eine Einschätzung der Investitionsnachfrage durch viele Unsicherheiten erschwert. Der Wirtschaftsaufschwung in Europa hat sich bislang nicht gefes-

tigt, und die Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar und die Verteuerung von wichtigen Rohstoffen dämpfen die Investitionsneigung. Der jüngste WIFO-Investitionstest zeigt, dass in der Sachgütererzeugung, dem wichtigsten Produktionssektor, die Investitionsausgaben gekürzt werden. Die OeNB-Prognose vom Juni erwartet für das Jahr 2004 ein reales Wachstum der Investitionen von 3,3%.

### Steigender Finanzierungsbedarf

Im Jahr 2003 stieg das externe Finanzierungsvolumen des Unternehmenssektors auf 18,2 Mrd EUR nach 10,0 Mrd EUR im Jahr 2002. Die steigende Marktkapitalisierung<sup>29</sup> im Jahr 2003 führte zu bewertungsbedingt höheren Eigenkapitalbeständen. Die durchschnittliche Dividendenrendite erreichte im Jahr 2003 mit 2,12% den niedrigsten Wert seit 1998. Die Aufnahme von Risikokapital wurde dadurch attraktiver.

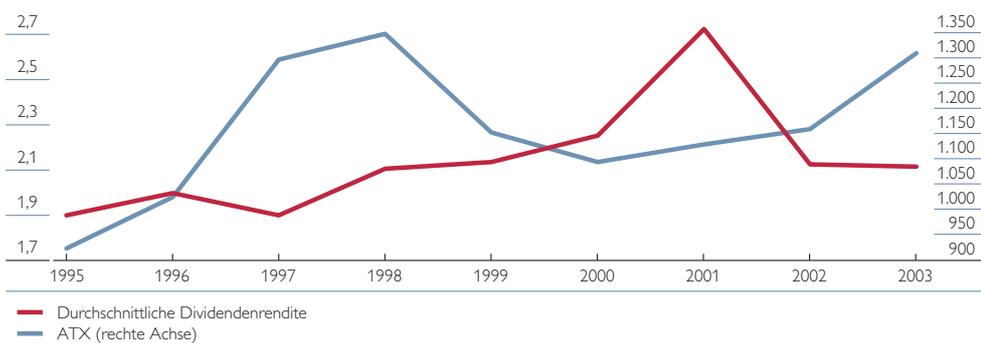
Grafik 15

### Steigende Marktkapitalisierung im Jahr 2003

#### senkt Eigenkapitalkosten

in % p. a.

2. Jän. 1991 = 1.000



Quelle: Wiener Börse AG.

<sup>29</sup> Die Marktkapitalisierung wird anhand der Entwicklung des ATX gemessen. Der Index umfasst gegenwärtig 20 Unternehmen aus dem Produktions- und Dienstleistungssektor wie auch aus dem Banken- und Versicherungsbereich. Die Aktienkursentwicklung als Indikator für die Höhe der gesamtwirtschaftlichen Eigenkapitalausstattung unterstellt eine Bewertung der nicht börsennotierten Unternehmen zu Marktpreisen.

Die Kreditzinsen sanken im Jahr 2003 sowohl beim Neugeschäft als auch bei bestehenden Bankverschuldungen.<sup>30</sup> Gleichzeitig erhöhte der gestiegene Anteil des Eigenkapitals in der Kapitalstruktur die Sicherheiten, die die Unternehmen den Banken bei der Kreditaufnahme stellen können. Die Kreditwürdigkeit nahm dadurch zu, was sich auch in der Höhe

der Risikoprämien niederschlug.<sup>31</sup> Der Abstand zwischen den Zinsen für Unternehmenskredite und der Rate für den 5-Jahres-Zins-Swap<sup>32</sup> reduzierte sich seit Jahresmitte 2003 deutlich, nachdem er sich seit Mitte 2002 kontinuierlich aufgebaut hatte. Zu Beginn des Jahres 2004 nahmen die Risikokosten wieder geringfügig zu.

Grafik 16



Insgesamt führten die fallenden Kapitalkosten dazu, dass die Unternehmen ihre Liquiditätssituation bei verhaltener Ertragsentwicklung stabilisieren konnten. Das erhöhte den finanziellen Spielraum während der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsschwäche im Jahr 2003. Zudem zeigt die Kapitalkostenentwicklung im letzten Jahr, dass die Finanzmärkte eine

Verbesserung der Ertrags- und Verschuldungssituation der Unternehmen sehen und die zukünftige konjunkturelle Entwicklung positiv eingeschätzt wird.

### Wachsende Auslandsfinanzierung

Die günstigen Finanzierungsbedingungen konnten die Verschuldungsbereitschaft der Unternehmen nicht

<sup>30</sup> Zusätzlich befanden sich die Anleiherenditen auf einem niedrigen Niveau. Siehe dazu den Abschnitt über die Entwicklung der Unternehmensanleihen im Kapitel „Rentenmarkt“.

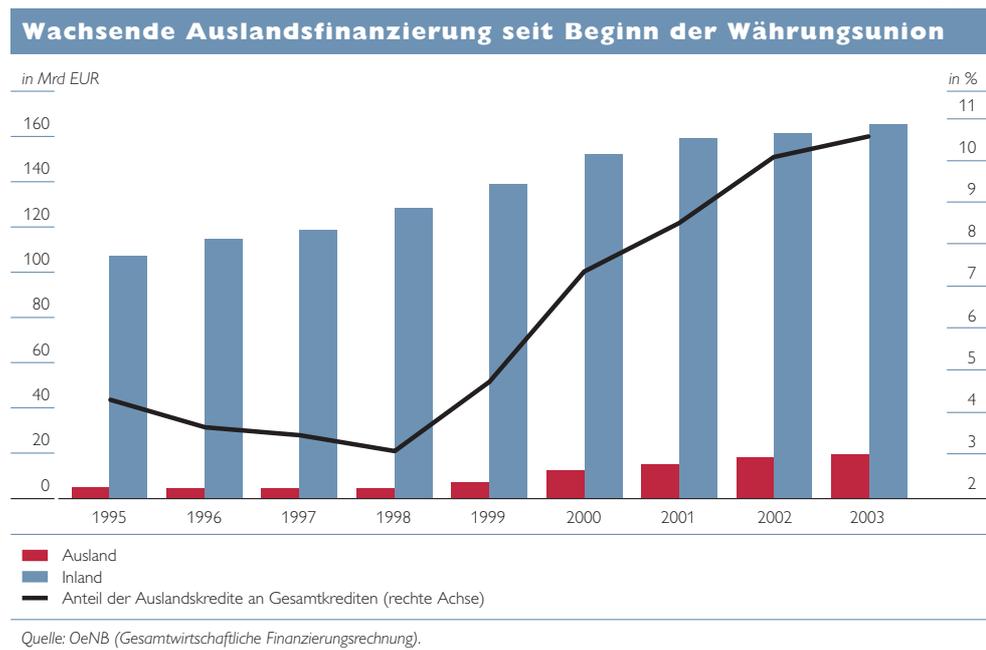
<sup>31</sup> Die Aufwertung des Euro gegenüber wichtigen Verschuldungswährungen trug ebenfalls zur Verbesserung der Unternehmensbilanzen bei. Die Fremdwährungsverpflichtungen der Unternehmen reduzierten sich im Jahr 2003 bewertungsbedingt um 1,4 Mrd EUR.

<sup>32</sup> Die Rate für einen Zins-Swap zwischen Banken enthält nur geringe Prämien für das Kreditrisiko. Der Abstand zwischen den Zinsen für Unternehmenskredite und der Swap-Rate zeigt demnach das Risiko an, das Banken eingehen, wenn sie Unternehmenskredite vergeben.

wesentlich heben. Teilweise trug dazu auch die vorsichtiger Kreditvergabe- politik der Banken bei, wie sie in den letzten Bankbefragungen über das Kreditgeschäft zum Ausdruck kommt. Im Jahr 2003 war das jährliche Kredit-

wachstum sogar negativ. Zu Jahresbeginn hat sich die Kreditvergabe an Unternehmen allerdings wieder leicht beschleunigt. In einem langfristigen Vergleich ist diese Stagnation der Bankverschuldung exzeptionell.<sup>33</sup>

Grafik 17



Mit Beginn der Währungsunion haben die Unternehmen eine zunehmende Umschichtung zur Auslandsfinanzierung vorgenommen. Zwischen 1999 und 2003 erhöhte sich der Anteil der Auslandskredite an den Gesamtkrediten der Unternehmen von 4,8% auf 10,5%. Zum Teil ist diese Entwicklung auf Konzernkredite im Zusammenhang mit hohen Direktinvestitionsströmen zurückzuführen.

Diese stellen keine Kreditfinanzierung im engeren Sinn dar, sondern sind Verpflichtungen der inländischen Tochtergesellschaft gegenüber der im Ausland ansässigen Muttergesellschaft. Für die Finanzmarktstabilität in Österreich bedeuten diese Finanzbeziehungen, dass das Verschuldungsrisiko teilweise vom In- auf das Ausland übertragen wird.<sup>34</sup>

<sup>33</sup> Nur annähernd ähnlich war die Situation im zweiten Halbjahr 1983, als die Bankverschuldung der Unternehmen kurzfristig stagnierte. Negative Jahreswachstumsraten – wie zwischen September 2002 und Dezember 2003 – waren allerdings nicht zu verzeichnen.

<sup>34</sup> Dabei muss berücksichtigt werden, dass gerade die hohe internationale Verflechtung der Finanzmärkte die Übertragung von Störungen von einem auf ein anderes nationales Finanzsystem erleichtert. Österreichische Unternehmen mit schlechter Bonität können dadurch auch mit einer Auslandsverschuldung die Finanzmarktstabilität in Österreich tangieren, wenn sie ihren Verbindlichkeiten nicht mehr nachkommen können und ihre ausländischen Gläubiger Finanzbeziehungen nach Österreich unterhalten.

### Trotz rückläufigem Verschuldungsgrad und Zinsdienst nehmen die Insolvenzen zu

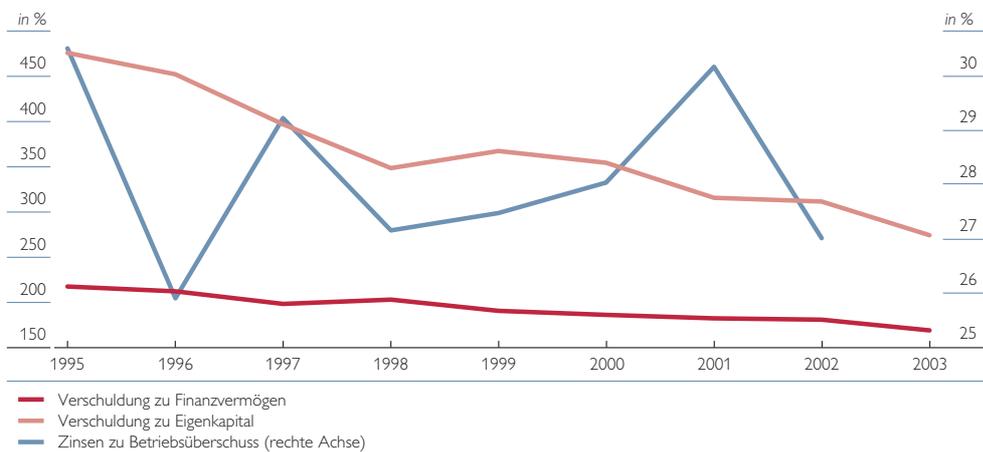
Die Finanzierungsbedingungen haben sich für die Unternehmen in den letzten Monaten verbessert. Neben dem niedrigen Zinsniveau reduziert auch der rückläufige Verschuldungsgrad den Zinsdienst.

Trotzdem nahmen im ersten Quartal 2004 die Firmenzusammenbrüche nach vorläufigen Schätzungen

des Kreditschutzverbands gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal um 15,4% zu. Die Dynamik hat sich gegenüber dem Jahr 2003, in dem ein Zuwachs von 6,9% zu verzeichnen gewesen war, nochmals deutlich beschleunigt. Die Insolvenzverbindlichkeiten beliefen sich in den ersten drei Monaten des Jahres 2004 auf rund 420 Mio EUR und lagen damit um 9,2% über dem Vorjahresstand.

Grafik 18

#### Verschuldungsgrad ist weiter rückläufig



Quelle: OeNB (Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung), Statistik Austria.

## Haushalte

### Einkommensperspektiven bleiben verhalten

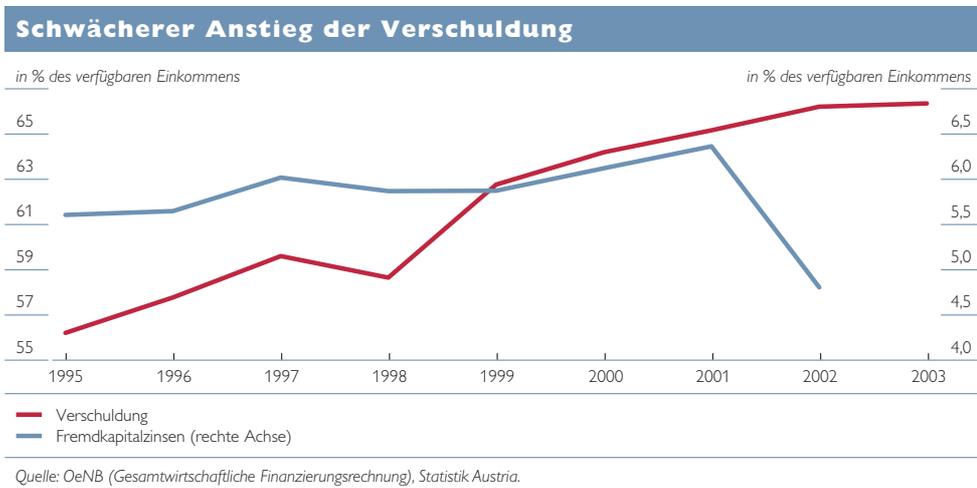
Das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte wird nach der OeNB-Prognose vom Juni im Jahr 2004 mit real 1,0% nur geringfügig stärker wachsen als im Jahr 2003. Die Einkommensaussichten haben sich in den letzten Monaten nicht verbessert. Die Beschäftigung wird im Jahr 2004 mit 0,2% nur leicht ansteigen, die Arbeitslosenquote nach Eurostat-Definition erhöht sich von 4,4% auf 4,5%. Angesichts dieser Entwicklungen bleibt die Konsumnachfrage ohne Schwung. Im Jahr 2004 wird

sie nach den Schätzungen der OeNB mit real 1,4% etwa wie im Vorjahr wachsen.

### Die Verschuldungsdynamik schwächt sich ab

Im Jahr 2003 verzeichnete die Haushaltsverschuldung eine Jahreswachstumsrate von 2,8% und lag damit deutlich unter dem Vergleichswert von 4,5% im Jahr 2002. Der Anteil der Fremdkapitalzinsen am verfügbaren Einkommen erreichte im Jahr 2002 mit rund 5% oder 6,6 Mrd EUR den niedrigsten Wert seit 1995. Für das Jahr 2003 liegen dazu noch keine Daten aus der Volkswirtschaftli-

Grafik 19

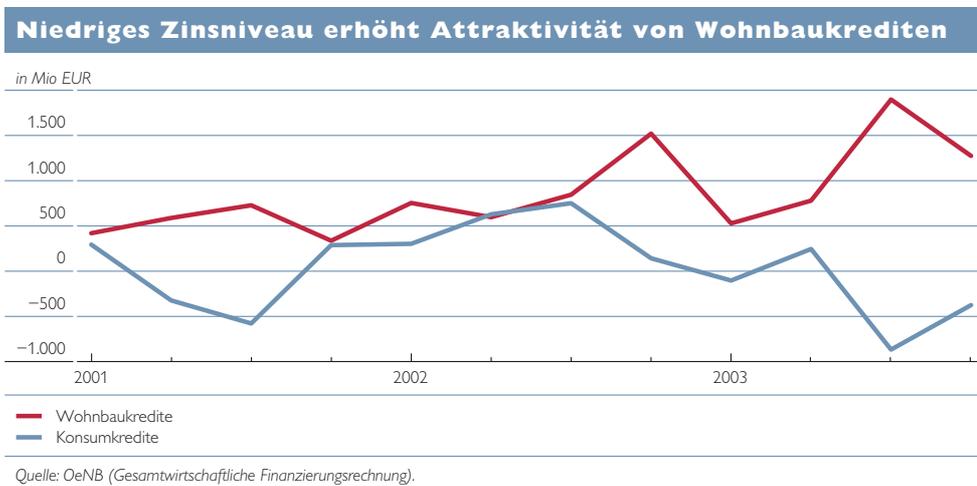


chen Gesamtrechnung vor, der Rückgang sollte sich aber fortsetzen. Wie die EZB-Zinssatzstatistik zeigt, gaben sowohl im Neugeschäft als auch beim Bestand die Zinsen für Haushaltskredite nach. Das bedeutete eine weitere deutliche Entlastung der Einkommen von der Schuldenbedienung und stärkte die Rücklagenbildung gegen mögliche Einkommensausfälle.

Getragen wurde die Verschuldung von der Nachfrage nach Wohnbaukrediten, die im Jahr 2003 um 4,5 Mrd EUR zulegen, während Konsumkredite um 1,2 Mrd EUR getilgt wurden.

Die rückläufige Konsumverschuldung spiegelte die verhaltene Ausgabebereitschaft der Haushalte wider, während das niedrige Zinsniveau einen Anreiz zum Vorziehen teurer und langfristig zu finanzierender Anschaffungen darstellt. In der gegenwärtigen Situation unsicherer Einkommensperspektiven ist dieses Finanzierungsverhalten nicht unproblematisch. Einkommensausfälle können dazu führen, dass es bei hohen Finanzierungsvolumina zu Zahlungsschwierigkeiten kommt.

Grafik 20



### Nachfrage nach Liquidität bestimmt Geldvermögensbildung

Die Finanzinvestitionen erfolgten im Jahr 2003 mit 8,0 Mrd EUR großteils in Bargeld und Einlagen. Die unsicheren Wirtschaftsaussichten und die geringen Opportunitätskosten waren dafür maßgeblich. Nach den Kursrückgängen auf den nationalen und internationalen Finanzmärkten in den Jahren 2000 bis 2002 haben die Haus-

halte ihre Geldvermögensbildung in marktorientierte Finanzierungsinstrumente – wie Kapitalmarktpapiere, Aktien und Investmentzertifikate – kontinuierlich reduziert. Im Jahr 2003 entfielen 16,2% der Geldvermögensbildung auf diese Veranlagungskategorie, nachdem im Jahr 2000 mit 53,5% mehr als die Hälfte der verfügbaren Finanzmittel dafür bereitgestellt worden waren.

Grafik 21

### Veranlagung in marktbewerteten Finanzierungsinstrumenten

#### weiterhin rückläufig

in % der Geldvermögensbildung<sup>1</sup>



Quelle: OeNB (Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung).

<sup>1</sup> Geldvermögensbildung ab 1999 auf Basis von Transaktionswerten.

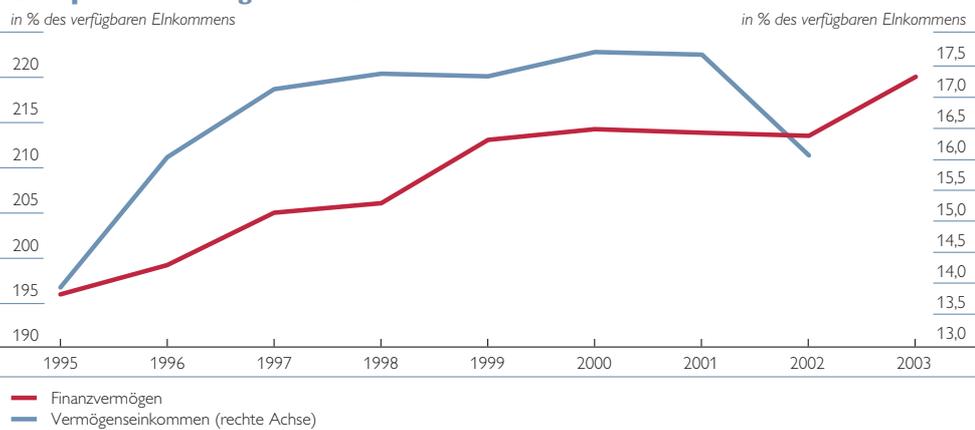
### Niedrige Zinsen und Unternehmenserträge dämpfen Vermögenseinkommen

Die Erträge<sup>35</sup> aus dem Finanzvermögen sind in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre deutlich schneller gewachsen als die verfügbaren Einkommen. Im Jahr 2002 ist jedoch der Anteil der Vermögenseinkommen am verfügbaren Einkommen deutlich gesunken. Die hohen Finanzinvestitionen in niedrig verzinstes Geldvermögen und die schwächeren Unterneh-

menserträge reduzierten den Anteil der Vermögenserträge am gesamten verfügbaren Einkommen auf 16,1% oder 21,6 Mrd EUR. Für das Jahr 2003 liegen noch keine Daten vor. Die gegenwärtige Veranlagungspräferenz für liquide Finanzierungsinstrumente, die niedrigen Einlagenzinsen und das weiterhin verhaltene gesamtwirtschaftliche Wachstum lassen aber auch für das Jahr 2003 und für das laufende Jahr 2004 schwächere Erträge erwarten.

<sup>35</sup> Vermögensänderungen durch Bewertungseffekte fallen nicht unter Erträge.

### Niedrige Zinsen und schwache Unternehmenserträge dämpfen Vermögenseinkommen



#### Leistungskürzungen bei Pensionskassen

Rund 3% des Geldvermögens aller privaten Haushalte betrafen die Forderungen gegenüber Pensionskassen. Zwar lag der Veranlagungserfolg der Pensionskassen zwischen 1990 und 2003 bei durchschnittlich 6,9% p. a. nominell, in den Jahren 2001 (-1,6%) und 2002 (-6,3%) waren allerdings aufgrund der Entwicklungen auf internationalen Kapitalmärkten Verluste im Vermögen der Versicherten zu registrieren.<sup>36</sup>

Die Leistungskürzungen der Pensionskassen des Jahres 2003 waren für die Betroffenen beträchtlich. Knapp die Hälfte der Leistungsberechtigten musste Kürzungen hinnehmen, die durchschnittlich 8% betragen. Darin zeigte sich die bei Pensionskassen hohe Abhängigkeit der tatsächlich ausbezahlten Pensionen von

den internationalen Kapitalmärkten. Auch für das Jahr 2004 haben die Pensionskassen Kürzungen angekündigt: 13.000 der 41.000 Leistungsberechtigten müssen mit 0,1% bis 2% weniger Leistung rechnen.<sup>37</sup>

Auch wenn die etwa 41.000 Leistungsberechtigten noch einen geringen Anteil der Alterspensionen (Dezember 2003: 1,1 Millionen) in Österreich ausmachen, lässt die Zahl der Anwartschaftsberechtigten (342.000 von etwa 3,2 Millionen Pensionsversicherten im öffentlichen Pensionssystem 2003<sup>38</sup>) bereits jetzt auf deutlich größere makroökonomische Auswirkungen potenzieller Leistungskürzungen der Pensionskassen in der Zukunft schließen. Damit können sich in Zukunft die Bewertungsveränderungen auf den Kapitalmärkten stärker auf die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte durchschlagen.

<sup>36</sup> Im Jahr 2002 betragen diese laut Angaben der FMA 379 Mio EUR.

<sup>37</sup> Dies ist aber nicht ausschließlich auf die Vermögensverluste der Jahre 2001 bis 2002 zurückzuführen, sondern auch auf die Umstellung des Rechnungszinssatzes einer großen Betriebskasse.

<sup>38</sup> Quelle: Hauptverband der österreichischen Sozialversicherungsträger. 2004. Die österreichische Sozialversicherung in Zahlen. 14. Auflage. Wien.

### Steigende Kurse führen im Jahr 2003 zu Bewertungsgewinnen

Mit den Einkommen ist auch der Vermögensbestand zunehmend einem erhöhten Marktrisiko unterworfen. Nachdem die Haushalte zwischen 2000 und 2002 rund 7 Mrd EUR an Bewertungsverlusten aus Veranlagungen in Aktien und Investmentzertifi-

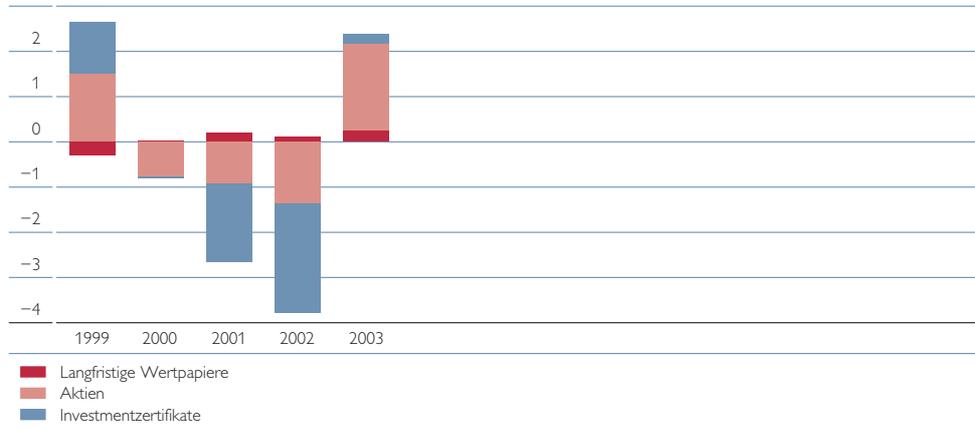
katen hinnehmen mussten, verbesserten sich die Marktpreise auf den nationalen und internationalen Finanzmärkten im Jahr 2003 deutlich. Die Bewertungsgewinne betragen 2,3 Mrd EUR. Mit 1,8 Mrd EUR trug das Aktienvermögen am stärksten zur Werterholung bei.

Grafik 23

### Steigende Kurse erhöhen Geldvermögen im Jahr 2003

um 2,3 Mrd EUR<sup>1</sup>

in Mrd EUR



Quelle: OeNB (Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung).

<sup>1</sup> Teilweise geschätzt.

### Aktienmarkt

Im Jahr 2003 fanden an der Wiener Börse Neunotierungen von zwölf Unternehmen im Ausmaß von 4,7 Mrd EUR statt. Dies entsprach 9,2% der Bruttoanlageinvestitionen des Jahres 2003, was deutlich über dem Durchschnitt der Periode 1993 bis 2003 (3,1%) lag.<sup>39</sup> Bei den Börseneinführungen handelte es sich allerdings um Eigentumsübertragungen, die nicht notwendigerweise zu investiven Zwecken durchgeführt wurden. So entfiel der Großteil der im Jahr 2003 aufgenommenen Mittel auf den Teilverkauf der Bank Austria Creditanstalt durch die deutsche Hypo Vereinsbank mit einem Volumen von etwa

4,2 Mrd EUR. Den Neunotierungen an der Wiener Börsen standen im Jahr 2003 19 Notierungslöschungen gegenüber.

Im Jahr 2003 fanden über die Wiener Börse insgesamt zwölf Kapitalerhöhungen gegen Bareinlage statt. Diese Größe sagt über die Finanzierungsfunktion der Börse wesentlich mehr aus als die Neunotierungen. Die Kapitalerhöhungen wurden vor allem von einem Unternehmen, das sich mit der Entwicklung von Unterhaltungssoftware beschäftigt, und von drei Unternehmen aus dem Immobiliensektor getätigt. Insgesamt wurden 449 Mio EUR durch Kapitalerhöhungen gegen Bareinlage im Jahr

<sup>39</sup> Quelle: Wiener Börse. 2004. Jahresstatistik 2003.

2003 an der Wiener Börse aufgenommen, was etwa 0,9% der Bruttoanlageinvestitionen entsprach (Durchschnitt 1993 bis 2003: 1,1%). Der Jahresumsatz (in Euro, Doppelzählung) stieg im Jahr 2003 um 52% auf 19,3 Mrd EUR.

Der ATX stieg im Jahr 2003 um 34% an. Damit zeigte der Index gegenüber den Vergleichsindizes DAX (+37%), Dow Jones (+25%) und einem von Thomson Datastream für den Euroraum entwickelten breiten Index (+42%) eine durchschnittliche Entwicklung. Während die anderen Indizes im ersten Quartal 2004 nur geringfügige Veränderungen zeigten, stieg der ATX seit Jahresanfang weiter an.

Die Entwicklung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (siehe Grafik 24) bis zum ersten Quartal 2004 lieferte einen weiteren Beleg dafür, dass der ATX die *irrational exuberance* (wie Alan Greenspan das Phänomen überbewerteter Aktienmärkte nannte) der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre nicht mitgemacht hatte. Der Kursanstieg des ATX seit Beginn des Jahres 2003 führte zu KGVs im internationalen Mittelfeld. Das KGV liegt mit etwa 18 zwar über dem langjährigen Durchschnitt der Periode 1993 bis 2003 von 15,1, aber deutlich unter jenen des Dow Jones und des DAX während der Jahre 1997 bis 2003, sowie unter bzw. auf dem Niveau deren langjähriger Durchschnittswerte.<sup>40</sup>

Grafik 24

**Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des ATX gegenüber den Indizes  
Dow Jones und DAX lange Zeit niedrig, aber gegenwärtig im Mittelfeld**



**Rentenmarkt**

**Expansion der Unternehmensanleihen**

Gemäß den Daten der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung hat der Umlauf an Unternehmensanleihen alleine im zweiten Halbjahr

2003 netto um 4,4 Mrd EUR zugenommen (siehe Grafik 25). Im Gesamtjahr 2003 übertraf das Nettoemissionsvolumen von Unternehmensanleihen sogar den Nettowachstum der von Banken an Unternehmen gewährten Kredite.

<sup>40</sup> Durchschnittswerte der Periode 1993 bis 2003: Dow Jones 22,6, DAX 18,0.

Während die Emissionen früherer Jahre vor allem von Energieversorgungsunternehmen und staatsnahen Unternehmen begeben worden waren, haben in letzter Zeit auch andere Betriebe aus verschiedenen Branchen und vermehrt kleinere Firmen Anleihen emittiert. Öffentlich platzierte Unternehmensanleihen wiesen typischerweise ein Volumen von 70 Mio EUR bis 250 Mio EUR auf; privat platzierte Emissionen waren deutlich kleiner.<sup>41</sup>

Bei der Betrachtung der Emissionsvolumina von Anleihen österreichischer Unternehmen ist allerdings zu beachten, dass eine Reihe von Unternehmen im Eigentum des Bundes, die in der Vergangenheit den Rentenmarkt in erheblichem Ausmaß in Anspruch genommen hatten, ab dem Jahr 1998 kaum neue Emissionen auflegten, da sie ab diesem Zeitpunkt ihren Fremdkapitalbedarf über Bun-

desfinanzierungen abdecken durften. Die von diesen Betrieben in den Jahren zuvor begebenen Emissionen wurden jedoch planmäßig getilgt, wodurch die Nettoumlauferhöhung von Unternehmensanleihen gedämpft wurde. Da laut Entscheidung von Eurostat im Februar 2003 diese Rechtsträgerfinanzierungen den Staatsschulden im Sinne der Maastricht-Bestimmungen hinzuzuzählen sind, werden jene seither sukzessive rückgeführt, und die betroffenen Unternehmen kehrten auf den Rentenmarkt zurück.

Ein weiterer Grund für die anziehende Emissionstätigkeit war das Bestreben der Unternehmen, das derzeit vorherrschende niedrige Zinsniveau langfristig abzusichern.<sup>42</sup> Im Unterschied zu Bankkrediten, die zu einem beträchtlichen Teil variabel verzinst sind, weisen Anleihen üblicherweise<sup>43</sup> eine über die gesamte Laufzeit fixe Verzinsung auf.

Grafik 25

### Deutliche Ausweitung des Nettoemissionsvolumens von Unternehmensanleihen im Jahr 2003

in Mrd EUR



Quelle: OeNB.

Die von österreichischen Unternehmen begebenen Anleihen werden zum weitaus überwiegenden Teil von ausländischen Investoren erworben. Ende des Jahres 2003 betrug der Aus-

landsanteil rund 70%. Knapp ein Fünftel entfiel auf Banken, die ihre Engagements in österreichische Unternehmensanleihen zuletzt leicht ausgeweitet haben. Unternehmen

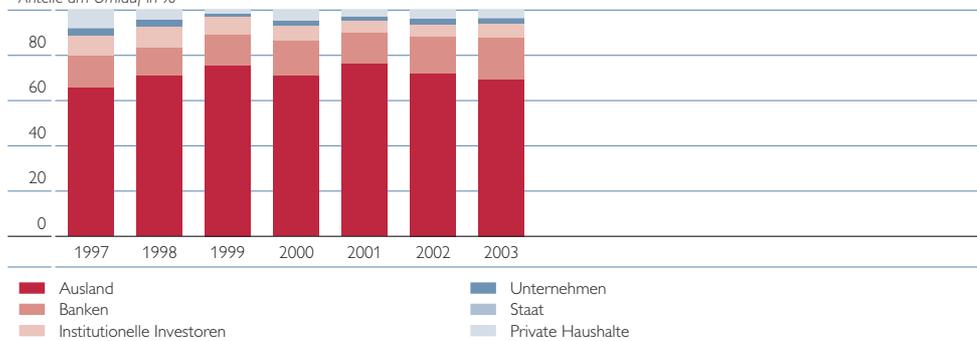
<sup>41</sup> Einige der im Jahr 2003 begebenen Anleihen – vor allem einige der größeren Emissionen – wurden nicht in Wien, sondern in Luxemburg als Hauptbörse gelistet.

<sup>42</sup> Abgesehen von den rückläufigen Anleihezinsen verringerten sich im Jahr 2003 im Euroraum die Renditeabstände von Unternehmensanleihen zu den Renditen von Staatsanleihen markant.

<sup>43</sup> So betrug der Anteil festverzinsten Emissionen bei den von österreichischen Unternehmen in den Jahren 2001 bis 2003 öffentlich zur Zeichnung aufgelegten Anleihen mit Heimatbörse Wien mehr als 98% (gemessen am Emissionsvolumen).

### Anlegerstruktur österreichischer Unternehmensanleihen von ausländischen Investoren dominiert

Anteile am Umlauf in %



Quelle: OeNB.

und Haushalte sowie inländische institutionelle Investoren halten demgegenüber nur sehr geringe Anteile am Umlauf der österreichischen Unternehmensanleihen.

Die Erweiterung des Gläubigerkreises sollte die Stabilität der Unternehmensfinanzierung prinzipiell erhöhen. Friktionen in der Unternehmensfinanzierung, die auftreten, wenn sich einzelne Banken als Kreditgeber zurückziehen, können so vermindert werden. Weiters werden Anleihen in der Regel ohne Sicherheiten begeben, womit Spielräume für die Inanspruchnahme von Krediten offen bleiben. Gleichzeitig werden durch die Begebung von Unternehmensanleihen Kreditrisiken über das Bankensystem – und im Fall Österreichs auch über die Landesgrenzen hinaus – gestreut.

#### Weiterhin starke Nachfrage bei Wohnbauanleihen

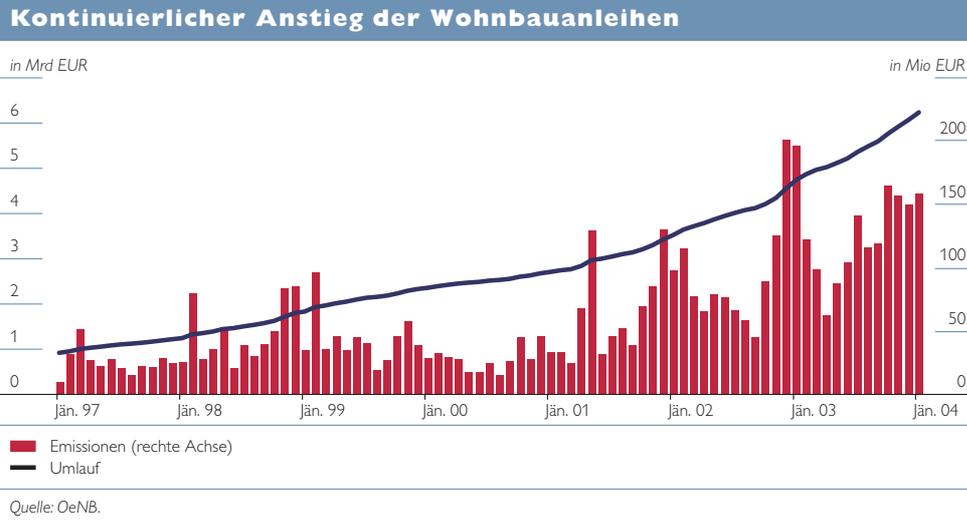
Wohnbauanleihen sind seit dem Jahr 1993 in Österreich auf dem Markt. Wohnbauanleihen sind Anleihen, die fix oder variabel verzinst emittiert

werden und die mit einem doppelten Steuervorteil ausgestattet sind: einerseits durch die KEST-Befreiung der ersten 4% der jährlichen Zinsen und andererseits durch die Absetzbarkeit des Erstanschaffungspreises im Rahmen der Sonderausgabenregelung von der Einkommensteuer. Wohnbauanleihen müssen zweckgewidmet für die Errichtung und Sanierung von Wohnungen verwendet werden, welche wiederum überwiegend durch Hypotheken sichergestellt sind.

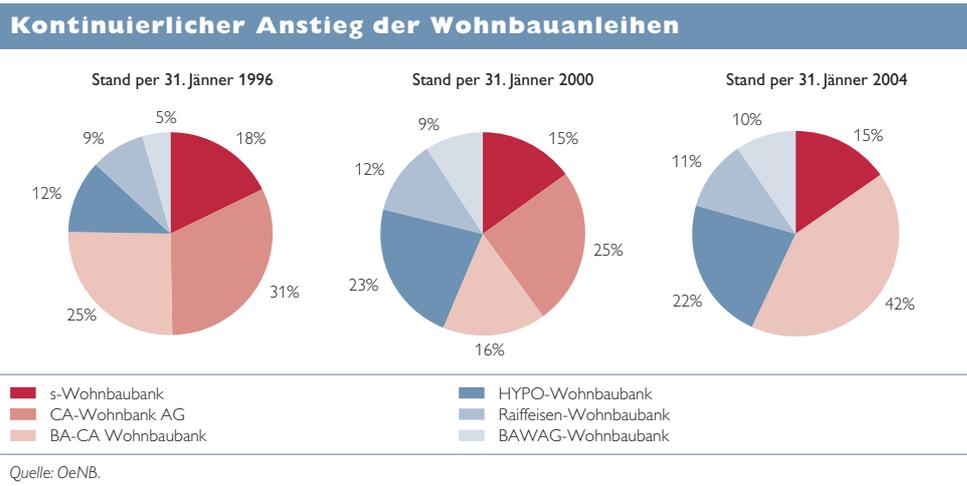
Bis August 2001 gab es in Österreich sechs, ab September 2001 fünf Wohnbaubanken. Bis Jänner 2004 wurden Wohnbauanleihen im Ausmaß von 6,2 Mrd EUR begeben. Dies entspricht einem Anteil von 3,3% am Gesamtumlauf der in Österreich emittierten Anleihen (allein im Jahr 2003 wurden 1,5 Mrd EUR begeben).

Nach Marktanteilen liegt die BA-CA Wohnbaubank deutlich an erster Stelle, gegenüber 1996 am stärksten Marktanteile gewonnen hat die Hypo-Wohnbaubank.

Grafik 27



Grafik 28



## Immobilienmarkt

### Mit offenen Immobilienfonds nunmehr weitere Veranlagungsform in Österreich verfügbar

Seit dem 1. September 2003 sind offene Immobilienfonds in Österreich zugelassen. Bis Mitte März 2004 brachten vier inländische Immobilienfonds zusammen Fonds im Ausmaß von rund 500 Mio EUR auf den Markt. Bisher gab es nur einen einzigen ausländischen Anbieter offener Immobilienfonds, 90% des Vertriebs dieses Anlageprodukts erfolgen derzeit über Banken.

### Steuerliche Aspekte trüben Gesamtbild etwas

Österreichische Immobilienfonds dürfen grundsätzlich nur Direktinvestments in Immobilien tätigen. Der Erwerb einer Immobilie über eine Holdinggesellschaft, international eine übliche Gestaltungsmöglichkeit, fällt damit für österreichische Fonds weg. Steuerlich werden 80% des Buchwertgewinns als Basis der Steuerberechnung herangezogen. Allerdings ist ein Ertragsausgleich auf Aufwer-

tungsgewinne nicht möglich.<sup>44</sup> Weiters ist die steuerliche Benachteiligung ausländischer Fondsgesellschaften gegenüber heimischen Anbietern in Diskussion: Die Ausschüttung unterliegt sowohl bei inländischen als auch bei ausländischen offenen Immobilienfonds der 25-prozentigen KESt, allerdings hat Österreich bei Erträgen, die mit ausländischen Immobilien erzielt werden, kein Endbesteuerungsrecht. Während bei inländischen Fonds Doppelbesteuerungsabkommen zum Zeitpunkt der Ausschüttung berücksichtigt werden, können Anleger ausländischer Fonds dies erst im Zuge der Steuererklärung geltend machen, was mit einem Zinsnachteil und Mehraufwand einhergeht. Eine Möglichkeit wäre, dass Banken die KESt auf freiwilliger Basis auf ausschüttungsgleiche Erträge ausländischer Fonds direkt abführen.

#### **Bei geschlossenen Immobilienfonds im internationalen Vergleich auf der Überholspur**

Wie entwickelten sich die anderen Instrumente des Immobilieninvestments? Geschlossene Immobilienbeteiligungsmodele (oftmals als *geschlossene Immobilienfonds*<sup>45</sup> bezeichnet) veranlagen meist nur in ein einziges Objekt. Das höhere Risiko schlägt sich in einer zu erwartenden höheren Rendite nieder. Vorteile sind die gegenüber offenen Immobilienfonds

größere Transparenz und die flexible Produktwahl. Geschlossene Immobilienfonds verzeichnen meist eine bessere Wertentwicklung als offene, da letztere gemäß gesetzlicher Vorschrift nur maximal 95% ihres Kapitals investieren dürfen.<sup>46</sup>

Die geschlossenen Immobilienfonds erreichten im Jahr 2003 mit 3,68 Mrd EUR an platziertem Eigenkapital einen Marktanteil von 45,1% des Gesamtmarkts aller geschlossenen Fonds. Im internationalen Vergleich rangiert Österreich mit 353,6 Mio EUR an dritter Stelle, ein historischer Höchststand (+187% im Vorjahresvergleich). Die Gründe für diesen beträchtlichen Anteil liegen einerseits in hohen steuerlichen Freibeträgen, andererseits dürften ausländische Investoren die Möglichkeit zu einer breiteren Streuung ihres Portfolios genützt haben.

*Immobilienaktien* haben wachsende Bedeutung für die Wiener Börse. Mit rund 500 Mio EUR wurden im Jahr 2003 bereits 35% des gesamten Platzierungsvolumens erreicht.

Bei den *Direktinvestitionen* wurden im Jahr 2003 von Ausländern Grundstückserwerbungen in ungewöhnlich hohem Ausmaß (0,8 Mrd EUR, das Fünffache des Vorjahres) getätigt, während von Österreichern ausländische Liegenschaftskäufe in Höhe von 0,3 Mrd EUR durchgeführt wurden.

<sup>44</sup> Mit einer Änderung dieser Bestimmung wäre zu vermeiden, dass ein Fonds Verluste in der Immobilienbewertung hinnehmen muss, der Anleger jedoch für die Mieteinnahmen KESt zahlen muss.

<sup>45</sup> Bei geschlossenen Fonds steht im Unterschied zu offenen Fonds in der Regel schon ein konkretes Investment fest, wo die dafür benötigten Gelder lukriert werden sollen. Ist die benötigte Summe erreicht, wird der Fonds „geschlossen“. Offene Fonds haben eine nach oben offene Investitionssumme.

<sup>46</sup> Sie müssen in der Lage sein, stets Anteile zurückzukaufen.