

# Wertpapierveranlagungen österreichischer Investoren nach Finanzmarkturbulenzen verstärkt im Blickpunkt

Die in Österreich zu beobachtende Verschiebung von Einlagen in Richtung Wertpapiere sowie die stärker werdende Bedeutung der kapitalgedeckten Vorsorge waren Anlass, sich mit der Entwicklung des Vermögensbestands inländischer Anleger an verzinslichen Wertpapieren und börsennotierten Aktien zu beschäftigen. Dabei wird zwischen institutionellen und nichtfinanziellen Anlegern unterschieden; die Rolle der inländischen Investmentfonds wird speziell beleuchtet. Analysiert werden sowohl die langfristige Entwicklung der letzten zehn Jahre als auch die Reaktionen auf die jüngsten Finanzmarkturbulenzen.

Michael Andreasch,  
Günther Sedlacek

## 1 Einleitung

Verstärkt in den Blickwinkel der Investoren, aber auch der Analysten, kam der Wertpapiermarkt nicht zuletzt aufgrund der aktuellen Finanzmarkturbulenzen. Darüber hinaus spielt auch in einer längerfristigen Beobachtung die Dynamik auf den Wertpapiermärkten für die volkswirtschaftliche Entwicklung eine zunehmend größere Rolle. Aktuelle Studien und Fachkonferenzen<sup>1</sup> beleuchten die Kapitalmärkte in ihrer volkswirtschaftlichen Bedeutung und es gibt zahlreiche Untersuchungen, inwieweit eine Disintermediation, verstärkt durch Verbriefungen, die Finanzallokation verändert.

Sowohl für institutionelle<sup>2</sup> als auch für nichtfinanzielle<sup>3</sup> Anleger spielen die direkte Veranlagung auf dem Kapitalmarkt sowie die indirekte Veranlagung über Investmentfonds eine wichtige Rolle in ihren Vermögenswerten. Emissionen von Anleihen und Aktien haben in den letzten Jahren in Österreich deutlich an Bedeutung gewonnen, die Marktkapitalisierung österreichischer

börsennotierter Aktiengesellschaften hat sich zwischen Ende 2004 und Ende 2007 – teils durch Kapitalerhöhungen und Börsengänge, teils durch gestiegene Marktbewertungen – mehr als verdoppelt.

Dies wird zum Anlass genommen, um die Wertpapierveranlagungen inländischer institutioneller und nichtfinanzieller Anleger unter besonderer Berücksichtigung der inländischen Investmentfonds als wichtige „Kapitaldrehscheibe“ zu beleuchten. Es wird sowohl auf die langfristige Entwicklung seit Ende 1998, dem Zeitpunkt der Euro-Einführung, als auch auf die Auswirkungen der jüngsten Finanzmarkturbulenzen eingegangen. Für Letzteres wurde der Zeitraum seit Mitte 2007 näher analysiert.

## 2 Wertpapierveranlagungen von inländischen institutionellen und nichtfinanziellen Anlegern

Der Vermögensbestand der inländischen institutionellen und nichtfinanziellen Anleger an verzinslichen Wert-

<sup>1</sup> Occasional Paper Series Nr. 72 der EZB „The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe“ – September 2007; IFC Workshop on Challenges to Improve Global Comparison of Securities Statistics – März 2008; Bundesbank Conference on Bond Markets in Emerging Market Economies and Developing Countries – Februar 2008.

<sup>2</sup> Zu den institutionellen Anlegern zählen Banken (inklusive Zentralbank), sonstige Finanzinstitute, Investmentfonds, Versicherungen und Pensionskassen.

<sup>3</sup> Unter dem Begriff „nichtfinanzielle Anleger“ werden in diesem Beitrag nichtfinanzielle Unternehmen, private Haushalte und Private Organisationen ohne Erwerbszweck (inklusive Privatstiftungen) verstanden; der Staat als Investor wurde nicht betrachtet.

papieren (Geldmarktpapiere und langfristige verzinsliche Wertpapiere) und börsennotierten Aktien erreichte zum Ultimo 2007 einen Marktwert von rund 465 Mrd EUR und ist damit seit 1998 um das 1,5-Fache gestiegen.<sup>4</sup> Mehr als zwei Drittel (ca. 315 Mrd EUR) davon entfallen auf verzinsliche Wertpapiere. Gemessen am gesamten Finanzvermögen<sup>5</sup> der betrachteten Investoren hat der Anteil der Veranlagungen in verzinsliche Wertpapiere und börsennotierte Aktien um ca. 4 Prozentpunkte auf rund 24% zugelegt. Dieser Anteil liegt ziemlich genau im Euroraum-Durchschnitt, während 1998 der Anteil der Wertpapierveranlagungen am Finanzvermögen österreichischer Investoren noch rund 7 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt aller Länder des Euroraums lag. Trei-

bende Kraft hinter dieser Entwicklung war einerseits die höhere Bereitschaft zu Wertpapierinvestitionen und andererseits die wachsende Bedeutung der kapitalgedeckten privaten und betrieblichen Vorsorge.

## 2.1 Institutionelle Anleger

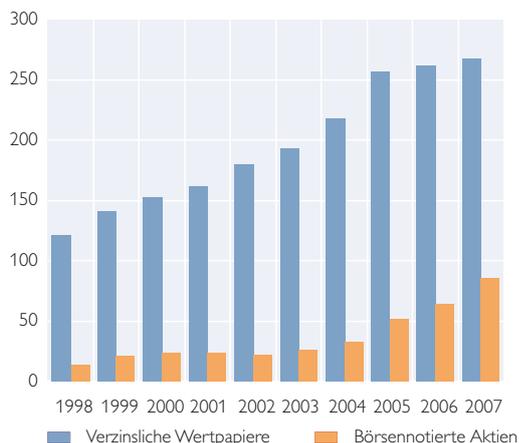
Die bedeutendste Anlegergruppe sind naturgemäß die institutionellen Anleger; sie hielten zum Ultimo 2007 rund 354 Mrd EUR, rund drei Viertel davon (ca. 268 Mrd EUR) in Form von verzinslichen Wertpapieren. Absolut betrachtet sind die Werte gegenüber 1998 deutlich gestiegen, insbesondere jene von – meist zu strategischen Zwecken gehaltenen – börsennotierten Aktien von 14 Mrd EUR auf 86 Mrd EUR;<sup>6,7</sup> die Anteile dieser Finanzierungsinstrumente am gesamten Finanzvermögen

Grafik 1

### Wertpapierportefeuilles institutioneller Anleger<sup>1</sup>

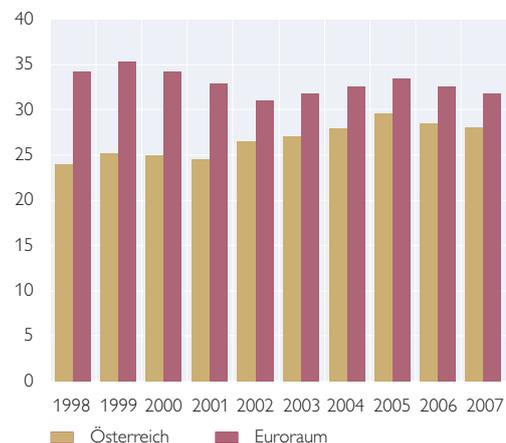
#### in Österreich

Marktwert in Mrd EUR



#### in Relation zum gesamten Finanzvermögen

in %



Quelle: OeNB, EZB.

<sup>1</sup> Banken einschließlich Zentralbank, sonstige Finanzinstitute, Investmentfonds, Versicherungen und Pensionskassen.

<sup>4</sup> Das nominelle BIP-Wachstum betrug im selben Zeitraum 42%.

<sup>5</sup> Das Finanzvermögen umfasst Bargeld, Einlagen, verzinsliche Wertpapiere, börsennotierte Aktien, sonstige Anteilspapiere, versicherungstechnische Rückstellungen, Handelskredite und sonstige Finanzforderungen.

<sup>6</sup> Aus analytischer Sicht wurde die ERSTE Privatstiftung in der gesamten Zeitreihe den institutionellen Anlegern zugeordnet.

<sup>7</sup> Zum Ultimo 2007 galt die Bank Austria noch als börsennotiertes Unternehmen (Marktwert: 20,7 Mrd EUR). Größter Anteilseigner ist die UniCredit Group über ihre Zweigniederlassung in Wien, deren Anteile (19,7 Mrd EUR) somit in den 86 Mrd EUR enthalten sind. Im Mai 2008 wurde die Bank Austria von der Börse genommen.

der institutionellen Anleger hingegen lagen in den letzten Jahren relativ stabil zwischen 25 % und 30 % und damit seit 2002 rund 4 Prozentpunkte unter dem Euroraum-Durchschnitt; in den Jahren davor war der Abstand noch deutlich größer (Grafik 1).

Unter den institutionellen Anlegern dominierten die Banken mit 158 Mrd EUR (Ultimo 2007) Finanzvermögen an verzinslichen Wertpapieren und börsennotierten Aktien, wobei 93 % in verzinslichen Wertpapieren veranlagt waren.<sup>8</sup> Dem Wertpapierportfolio der Banken standen zum Ultimo 2007 Anlagen in Form von Interbankeinlagen und Krediten an Nichtbanken in Höhe von 660 Mrd EUR und damit im Verhältnis 1:4 gegenüber. 1998 betrug das Verhältnis noch 1:5 und zeigt eine Bewegung von einem stark ausgeprägten Bankensystem in Richtung kapitalmarktorientiertes Finanzsystem.

Eine ähnlich hohe Konzentration auf verzinsliche Wertpapiere ist bei der Investorengruppe „Versicherungen und Pensionskassen“ festzustellen. 35 Mrd EUR entfielen auf diese Wertpapierart, lediglich 2 Mrd EUR auf börsennotierte Aktien. Diese Investorengruppe veranlagt in langfristige Wertpapiere, um eine Laufzeitenkongruenz mit den versicherungstechnischen Rückstellungen zu erzielen. Ein sehr wichtiger Teil der Portfolioallokation dieser Investorengruppe ist neben der Direktanlage in verzinsliche Wertpapiere auch der Besitz von (in- und ausländischen) Investmentzertifikaten (40 Mrd EUR).

Investmentfonds, die zweitwichtigste Anlegergruppe, hielten etwa

80 % ihres netto veranlagten Kapitals (das heißt exklusive Veranlagungen in inländische Investmentzertifikate) direkt in verzinslichen Wertpapieren und börsennotierten Aktien (109 Mrd EUR). Sie sind unter den institutionellen Anlegern auch die Hauptinvestoren von im Streubesitz befindlichen in- und ausländischen Aktien (28 Mrd EUR).

Institutionelle Anleger hielten zum Jahresende 2007 einen weitaus höheren Anteil ihres Portefeuilles an verzinslichen Wertpapieren in ausländischen Schuldverschreibungen (74 %), als dies zu Beginn der WWU mit einem Anteil von rund 40 % der Fall war. Die Streuung insgesamt auf Anleihen des Finanzsektors, Staatsanleihen und Unternehmensanleihen<sup>9</sup> – etwa im Verhältnis 6:3:1 – entspricht im Wesentlichen dem Angebot auf den internationalen Kapitalmärkten. Während inländische Anleihen des Finanzsektors fast ausschließlich Bankanleihen sind, spielen bei ausländischen Finanztiteln auch die Emissionen von Zweckgesellschaften (z. B. aus den Offshore-Zentren, den Niederlanden oder dem Vereinigten Königreich) eine bedeutende Rolle. Die Veranlagungen in verzinsliche Wertpapiere sind zu ca. 87 % in Euro denominated; in fremden Währungen werden fast ausschließlich Wertpapiere von ausländischen Emittenten gehalten. Die Struktur innerhalb der Wertpapieranlagen von Versicherungen, Pensionskassen und Investmentfonds wirkt sich indirekt auf das Wertpapierportefeuille der privaten Haushalte, die die wichtigsten Nettokapitalgeber in der österreichischen Volkswirtschaft sind, aus.

<sup>8</sup> Die Raiffeisen Zentralbank hat im letzten Quartal 2007 ihre Beteiligung an der Raiffeisen International an die Finanzholding Cembra Beteiligungs GmbH übertragen (ca. 10,5 Mrd EUR), wodurch der Aktienanteil österreichischer Banken deutlich gesunken und jener von sonstigen Finanzinstituten gestiegen ist.

<sup>9</sup> Unter Unternehmensanleihen werden Anleihen von nichtfinanziellen Unternehmen verstanden (corporate bonds).

Zwischen Ende Juni 2007 und Ende März 2008 ging der Marktwert des Aktienportefolles der institutionellen Anleger preis- und wechselkursbedingt buchmäßig um knapp 19% (zwei Drittel davon im ersten Quartal 2008) zurück, wobei Wechselkurse eine sehr geringe Rolle spielten; das Rentenportefolles verringerte sich aufgrund von Preis- und Wechselkurseffekten<sup>10</sup> buchmäßig um ca. 2,5%, wovon auf die Wechselkurseffekte knapp die Hälfte entfiel.<sup>11</sup> Interessant zu beobachten ist, dass für diesen Rückgang ausschließlich ausländische Schuldverschreibungen verantwortlich waren, insbesondere Anleihen des Finanzsektors. (In- und ausländische) Staatsanleihen hingegen zeigten zwischen Juni 2007 und März 2008 im Durchschnitt eine positive Kursentwicklung, nachdem sie in den Monaten davor Kurs-

verluste hinnehmen mussten. Auf Staatsanleihen basierende Rentenindizes signalisierten im zweiten Quartal 2008 allerdings wieder einen Abwärtstrend bei den Marktwerten von Staatsanleihen.

## 2.2 Nichtfinanzielle Anleger

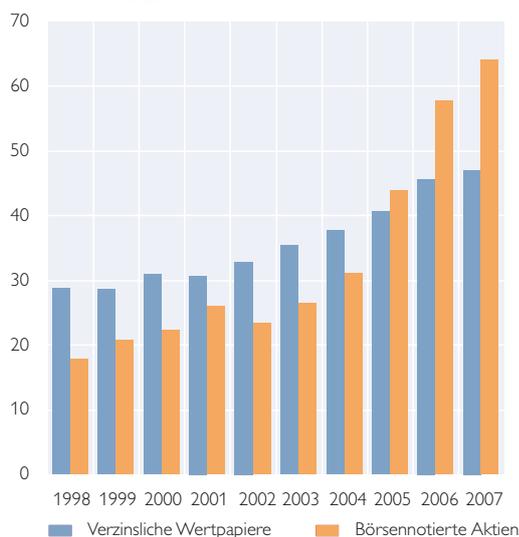
Nichtfinanzielle Anleger (ohne Staat) steigerten ihren Bestand an verzinslichen Wertpapieren seit 1998 um mehr als 60% auf 47 Mrd EUR (Ultimo 2007); das Aktienportefolles wuchs um das 2,5-Fache auf knapp 64 Mrd EUR. Damit ist der Anteil der Direktanlagen in verzinsliche Wertpapiere und börsennotierte Aktien am gesamten Finanzvermögen in den letzten Jahren von 14% auf 17% gestiegen, im Euroraum hingegen von 18% auf knapp 15% gefallen (Grafik 2).

Grafik 2

### Wertpapierportefolles nichtfinanzieller Anleger<sup>1</sup>

#### in Österreich

Marktwert in Mrd EUR

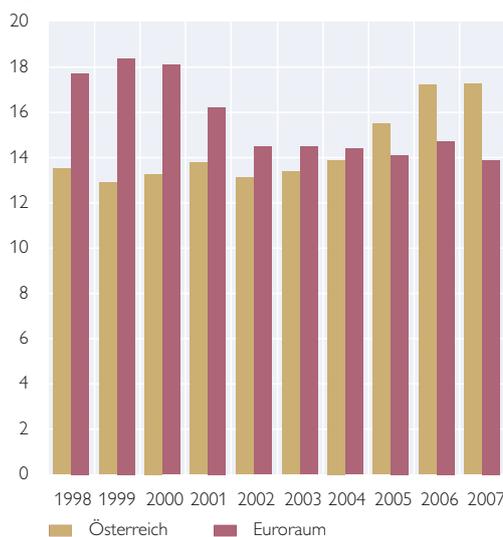


Quelle: OeNB, EZB.

<sup>1</sup> Nichtfinanzielle Unternehmen, private Haushalte, selbstständig Erwerbstätige, Private Organisationen ohne Erwerbszweck und Privatstiftungen.

#### in Relation zum gesamten Finanzvermögen

in %



<sup>10</sup> Absicherungen von Wechselkursverlusten mithilfe von Devisentermingeschäften wurden hier nicht berücksichtigt.

<sup>11</sup> Es ist zu beachten, dass es sich bei diesen Werten um reine Preis- und Wechselkurseffekte handelt und nicht um Performance-Berechnungen; Zinserträge und Dividenden wurden nicht berücksichtigt.

Nichtfinanzielle Investoren tendieren im Gegensatz zu institutionellen Anlegern ganz deutlich zu inländischen Wertpapieren, bei verzinslichen Wertpapieren waren es zum Ultimo 2007 79%, bei inländischen Aktien sogar 81%. Innerhalb der verzinslichen Wertpapiere dominierten in Euro denominatede Anleihen, insbesondere Bankanleihen.

Private Haushalte (als Anlegergruppe innerhalb der nichtfinanziellen Anleger) hatten zum Jahresultimo 2007 verzinsliche Wertpapiere in Höhe von 34 Mrd EUR und börsennotierte Aktien in Höhe von 19 Mrd EUR<sup>12</sup> in ihrem Portefeuille. Nichtfinanzielle Unternehmen bevorzugten, vor allem aus strategischen Überlegungen, börsennotierte Aktien (40 Mrd EUR). Verzinsliche Wertpapiere (10 Mrd EUR) dienten, ähnlich wie Einlagen, eher der kurzfristigen Liquiditätssteuerung bzw. als Rückstellung für direkte Pensionszusagen.

Zwischen Ende Juni 2007 und Ende März 2008 ging der Marktwert des Aktienportefeuilles der nichtfinanziellen Anleger preisbedingt buchmäßig um rund 22% (knapp zwei Drittel im ersten Quartal 2008) zurück; das Rentenportefeuille verringerte sich aufgrund von Preiseffekten buchmäßig um 1%. Die schlechtere „Aktienperformance“ der nichtfinanziellen Investoren im Vergleich zu den institutionellen Anlegern war unter anderem auch auf den hohen Anteil von Immobilienaktien – wie Immoeast, Immofinanz, CA Immobilien Anlagen und Meinl European Land-Zertifikaten – im Portefeuille zurückzuführen. Im Gegensatz zu den institutionellen Anlegern spielten allerdings bei nichtfinanziellen In-

vestoren Wechselkurseffekte bzw. ausländische Anleihen von Nichtbanken kaum eine Rolle, wodurch sie im Bereich der verzinslichen Wertpapiere in den letzten drei Quartalen geringere (buchmäßige) Kursrückgänge als institutionelle Anleger hatten.

### 3 Wertpapieremissionen inländischer Emittenten

Der Marktwert von verzinslichen Wertpapieren inländischer Wertpapieremittenten betrug zum Jahresultimo 2007 rund 416 Mrd EUR und hat sich in den letzten zehn Jahren mehr als verdoppelt. Die Banken waren die treibende Kraft bei der Ausweitung der Emissionen des Finanzsektors; die aushaftenden Bestände von Bankanleihen erreichten zum Ultimo 2007 einen Marktwert von rund 221 Mrd EUR. Maßgeblich für die Erhöhung waren die geänderten Refinanzierungsgegebenheiten (durch den geringen Mittelzufluss aus Einlagen) sowie die Platzierung neuer Produkte (z. B. Garantieranleihen). Zwischen Juli 2007 und März 2008 hat die Dynamik der beiden Vorjahre bei den Nettoneuemissionen von Bankanleihen allerdings nachgelassen. Im ersten Quartal 2008 lag der Nettoabsatz bei 5,8 Mrd EUR gegenüber 17,4 Mrd EUR im Vergleichszeitraum des Vorjahres und sank damit wieder auf Werte aus den ersten Quartalen der Jahre 2004 bzw. 2005.

Die Konsolidierung des Staatsdefizits in den letzten Jahren führte zu einer geringeren Inanspruchnahme des Kapitalmarktes durch den Bund. Das Niveau des aushaftenden Anleihevolumens stagnierte in den letzten drei Jahren bei rund 150 Mrd EUR.

<sup>12</sup> Im Aktienportefeuille der österreichischen privaten Haushalte sind neben OMV, Erste Bank, Verbund, voestalpine und Raiffeisen International auch Immobilienaktien wie jene von Immofinanz, Immoeast und CA Immobilien Anlagen stark gewichtet (siehe Statistiken – Daten & Analysen Q2/08).

Mit weniger als 8% (ca. 31 Mrd EUR Marktwert) liefern Anleihen von nichtfinanziellen Unternehmen keinen großen Beitrag zum gesamten Angebot an umlaufenden Wertpapieremissionen. Der überwiegende Teil wird in diesem Segment von „staatsnahen“ Unternehmen emittiert (z. B. Asfinag, BIG, ÖBB, EVN).

Zwischen 1998 und 2007 verfünffachte sich die Marktkapitalisierung der inländischen börsennotierten Aktien von 35 Mrd EUR auf 168 Mrd EUR. Das Niveau der Marktkapitalisierung (62% des BIP) entsprach damit zum Ultimo 2007 jenem von Deutschland. Im Gegensatz zu Unternehmensanleihen spielen Aktien von nichtfinanziellen Unternehmen eine bedeutende Rolle. Der Marktwert dieser Aktien erhöhte sich zwischen 2003 und 2007 um 74 Mrd EUR auf 103 Mrd EUR. Maßgeblichen Anteil hatten dabei – neben im Durchschnitt starken Kursge-

winnen – auch Börsengänge bzw. Kapitalerhöhungen<sup>13</sup> im Ausmaß von 22,7 Mrd EUR. Die Aktien wurden zu einem nicht unbeträchtlichen Teil für die Akquisition von Beteiligungen emittiert. Zwischen Juni 2007 und März 2008 gingen allerdings die Aktienkurse zurück. Der ATX Prime verzeichnete Kursverluste von rund 27%. Damit war auch das Umfeld für Börsengänge getrübt.

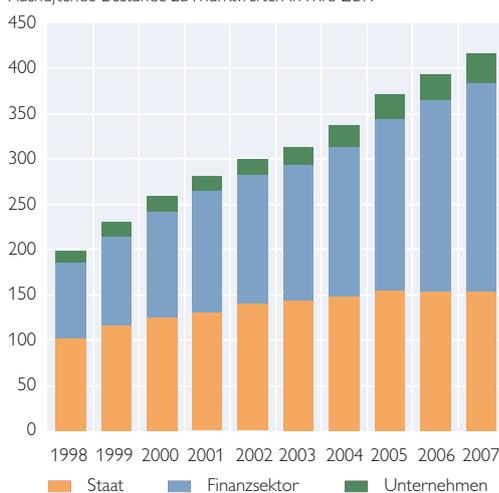
99 Mrd EUR (knapp 60% des gesamten Marktwerts der inländischen börsennotierten Aktien) entfielen zum Ultimo 2007 auf strategische Beteiligungen, großteils aus dem Inland (rund 91 Mrd EUR). In den inländischen Beteiligungen ist auch jene der UniCredit (über ihre Zweigniederlassung in Wien) an der Bank Austria<sup>14</sup> enthalten. Andere bedeutende inländische Beteiligungen sind jene der Raiffeisen Zentralbank (über die Cembra Beteiligungs GmbH) an der Raiffeisen International,

Grafik 3

### Umlaufvolumen der Wertpapieremissionen inländischer Emittenten

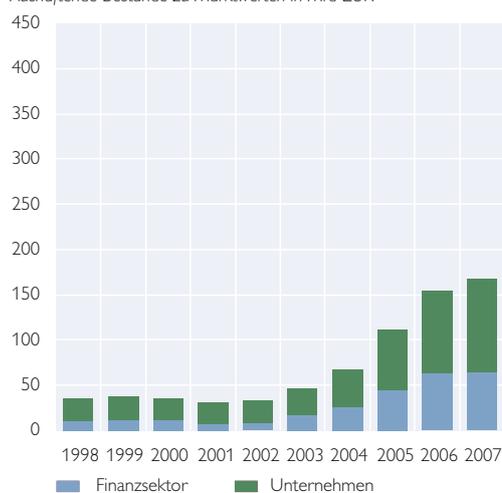
#### Emissionen verzinslicher Wertpapiere

Aushaftende Bestände zu Marktwerten in Mrd EUR



#### Aktienemissionen

Aushaftende Bestände zu Marktwerten in Mrd EUR



Quelle: OeNB, Wiener Börse AG.

<sup>13</sup> OMV, POST, STRABAG, Immoeast und Immofinanz verzeichneten in dieser Periode die höchsten Kapitalbewegungen.

<sup>14</sup> Die eigentlich volkswirtschaftliche Beziehung zwischen Italien und Österreich wurde im Wesentlichen über einen Direktinvestitionskredit der UniCredit Italien an ihre Zweigniederlassung in Wien dargestellt.

der ÖIAG an OMV und Telekom sowie jene des Bundes am Verbund. Erwähnenswerte Beteiligungen des Auslands an inländischen börsennotierten Unternehmen sind jene an OMV, EVN und STRABAG. Im Mai 2008 wurde die Bank Austria von der Börse genommen, womit sich (ohne Berücksichtigung der Kapitalerhöhung der Wiener Städtischen im Mai) der Anteil strategischer Beteiligungen auf rund 54% verringerte. Die Aktien der zehn Unternehmen mit der größten Marktkapitalisierung standen zum Jahresultimo 2007 für 70% des Marktwerts aller inländischen börsennotierten Aktiengesellschaften. Diese Konzentration lag deutlich über den Werten anderer Länder bzw. Börsen in Europa.<sup>15</sup> Als Konsequenz kann ein Börsenabgang eines dieser Unternehmen (wie jener der Bank Austria) zu größeren Verschiebungen von Anteilen börsennotierter Aktien führen.

Rund 40% der Marktkapitalisierung österreichischer börsennotierter Aktien (ca. 70 Mrd EUR) konnten Ende 2007 dem Streubesitz (inklusive Mitarbeiterbeteiligungen) zugerechnet werden. Der Streubesitz wird zu mehr als zwei Drittel vom Ausland gehalten und hier großteils von institutionellen Investoren aus den USA und dem Vereinigten Königreich. Den Großteil des inländischen Streubesitzes – ca. 8% (rund 13,5 Mrd EUR) des gesamten börsennotierten Aktienvolumens gegenüber rund 5% von institutionellen Investoren (vor allem Investmentfonds) und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften – halten private Haushalte (inklusive Mitarbeiterbeteiligungen<sup>16</sup>).

Die Aktien im ATX-Prime-Segment mit dem kapitalgewichteten größten Streubesitzanteil sind OMV, Raiffeisen International, Erste Bank, voestalpine und Telekom.<sup>17</sup>

<sup>15</sup> So lag beispielsweise der Anteil der zehn größten Unternehmen in Deutschland bei 44%, in Italien bei 60% und in der Schweiz bei 64%; noch niedriger sind die Anteile bei OMX Nordic Exchange mit 41% (Quelle: World Federation of Exchanges, Annual Report 2007).

<sup>16</sup> Mitarbeiterbeteiligungen können sowohl über direkte (meist in Form von Eigenkapital, Aktien; z. B. bei OMV und Erste Bank) als auch über indirekte Modelle (z. B. über Stiftungen, wie bei Flughafen Wien und voestalpine) realisiert sein.

<sup>17</sup> Das sind die im ATX five geführten Aktiengesellschaften.

### Berechnung des Streubesitzanteils

Zu österreichischen börsennotierten Unternehmen sind jene Aktiengesellschaften zu zählen, die ihren Sitz in Österreich haben, also auch jene, die

- an ausländischen Börsen ihre Hauptnotiz haben (z. B. CAT Oil, AT&S) bzw.
- an der Wiener Börse notieren, aber nicht im ATX Prime enthalten sind (z. B. die Oberbank oder die Lenzing AG).

Nicht enthalten sind ausländische Unternehmen, die an der Wiener Börse notieren (z. B. Meinl European Land<sup>1</sup>).

Die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) erhält vor allem von österreichischen Depotbanken auf Basis von Investorengruppen, aber auch von Investoren und Unternehmen selbst (im Fall von ausländischen Beteiligungen) eine Aufstellung von Investitionen in einzelne Wertpapiere.

Strategische Beteiligungen des Auslands wurden ermittelt, indem die in den Außenwirtschaftsstatistiken verwendete Grenze von 10% (für Direktinvestitionen) angewandt wurde. Das heißt, in dem angegebenen Streubesitzanteil des Auslands könnten sich auch „Streubesitzinvestoren“ finden, die weniger als 10%, aber mehr als die – für die Meldepflicht von Beteiligungen – im Börsengesetz der Wiener Börse festgelegten 5% an einer österreichischen Aktie halten.

Um strategische Beteiligungen im Inland zu ermitteln, wurde

- a) auf die von Banken, Versicherungen und Staat direkt gemeldeten Daten zu strategischen Beteiligungen im Inland zurückgegriffen,
- b) bei Investmentfonds und Pensionskassen davon ausgegangen, dass sie nur Streubesitzanteile halten und
- c) bei privaten Haushalten, Stiftungen und nichtfinanziellen Kapitalanlagegesellschaften eine Analyse der bedeutendsten Aktien aus dem ATX Prime vorgenommen, um Beteiligungen über 5% herauszufiltern.

Mitarbeiteranteile in Form von Mitarbeiterstiftungen (bei voestalpine, Flughafen Wien) oder Direktbesitz (z. B. bei der OMV, Erste Bank) wurden dem Streubesitz zugerechnet.

<sup>1</sup> Meinl European Land hat ihren Hauptsitz auf den Jersey Islands.

## 4 Investmentfonds als wichtige Kapitaldrehkreise

Der Haushaltssektor<sup>18</sup> – mit dem höchsten Nettogeldvermögen aller volkswirtschaftlichen Sektoren – hat für den Kapitalmarkt eine besondere Bedeutung. In der Disintermediation zu Bankanlagen spielen Investmentzertifikate für den Haushaltssektor eine große Rolle: einerseits als direkte Anlageform und andererseits indirekt über private Versicherungen und kapitalgedeckte Pensionskassen, die 44% ihres finanziellen Gesamtportefolles in Investmentzertifikaten halten. Der Haus-

haltssektor investierte zwischen 1999 und 2007 rund 53 Mrd EUR in Bankanlagen und 21 Mrd EUR in in- und ausländische Investmentzertifikate. Der Vermögensbestand des Haushaltssektors an Investmentzertifikaten betrug zum Jahresende 2007 rund 50 Mrd EUR (12% des Geldvermögens). Davon waren ca. 45 Mrd EUR von den (in- und ausländischen) Investmentfonds in verzinsliche Wertpapiere und börsennotierte Aktien veranlagt.<sup>19</sup> Versicherungen und Pensionskassen hielten zum Ultimo 2007 rund 40 Mrd EUR an Investmentzertifikaten. Über ihren

<sup>18</sup> Private Haushalte und Private Organisationen ohne Erwerbszweck einschließlich Privatstiftungen.

<sup>19</sup> Die restlichen rund 5 Mrd EUR entfallen auf Veranlagungen der Investmentfonds in Bankeinlagen, Immobilien und Finanzderivate.

Anspruch an Versicherungen und Pensionskassen können dem Haushaltssektor davon indirekt etwa 31 Mrd EUR an Investmentzertifikaten zugerechnet werden; 28 Mrd EUR davon sind in Aktien und Anleihen veranlagt.

#### 4.1 Veranlagungsinstrument Investmentzertifikat

Die netto begebenen österreichischen Investmentzertifikate (das heißt exklusive Veranlagungen von Fonds in inländische Investmentzertifikate) wurden Ende 2007 zu knapp 84% (rund 115 Mrd EUR) von Inländern gehalten. Der Anteil des Auslands hat sich in den letzten Jahren allerdings stetig erhöht, jener von inländischen nichtfinanziellen Anlegern verringert (Grafik 4). Im Inland hielten Ende 2007 aus der Gruppe der institutionellen Anleger Versicherungen 17% (etwa 23,5 Mrd EUR) und Pensionskassen knapp 8% (rund 10,5 Mrd EUR) der netto begebenen Investmentzertifikate. War der Anteil der Pensionskassen in den letzten Jahren relativ stabil, stieg jener von Versicherungen kontinuierlich von 13% auf 17%. Private Haushalte (aus der

Gruppe der nichtfinanziellen Anleger) hielten Ende 2007 (direkt) mehr als ein Viertel der netto verfügbaren Investmentzertifikate, seit 1998 ist dieser Anteil leicht gefallen.

Seit Ende Juni 2007 haben die meisten Investorengruppen, insbesondere jedoch nichtfinanzielle Anleger, netto verkauft; Aktienfonds wurden überdurchschnittlich zurückgegeben. Mehr als ein Drittel des Rückgangs des Nettovolumens der letzten drei Quartale ist auf Verkäufe zurückzuführen, der Rest auf Preiseffekte und Ausschüttungen.

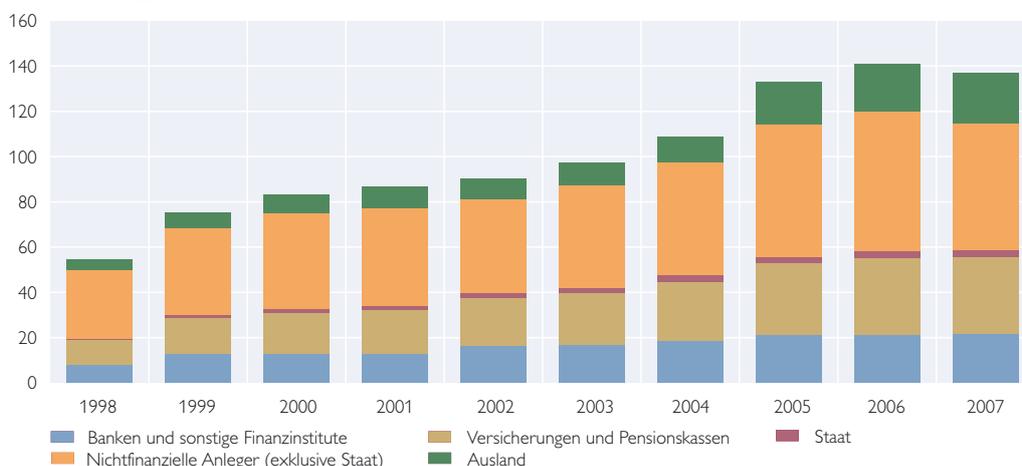
Private Haushalte, Versicherungen und Pensionskassen wiesen per Ultimo 2007 ein sehr ähnliches inländisches Investmentfonds-Portefeuille auf, nämlich rund 19% an Aktienfonds, 40% an Rentenfonds, 36% an Mischfonds. Ausländer halten etwas mehr an Aktien- und Rentenfonds (22% bzw. 46%), dafür weniger an Mischfonds (28%).

Die Wertentwicklung von Investmentzertifikaten ist nicht nur für Fondssparer, sondern auch für Schuldner endfälliger Kredite, die Invest-

Grafik 4

#### Investitionen in inländische Investmentzertifikate

Marktwert in Mrd EUR



Quelle: OeNB.

mentzertifikate als Tilgungsträger nützen, von großer Bedeutung. Bei den volatilen Aktienfonds (und auch bei Mischfonds mit hohem Aktienanteil) spielen Einstiegs- und Ausstiegszeitpunkt für Investoren naturgemäß eine wichtige Rolle. Insbesondere Anleger, die zwischen Ende 1999 und Anfang 2001 in dieses Segment eingestiegen sind – und das waren viele –, müssen heute oft noch Verluste beklagen. Einsteiger zwischen Mitte 2002 und Ende 2003 können sich hingegen heute – trotz Finanzmarkturbulenzen – meist über deutliche Gewinne freuen. Rentenfonds profitierten zwischen 2000 und 2005 von fallenden Zinsen und der Verunsicherung auf dem Aktienmarkt und hatten im Durchschnitt eine kapitalgewichtete Jahresperformance<sup>20</sup> zwischen 3,4% und 6,7%. Die Jahre 2006 und 2007 sowie die ersten Monate des Jahres 2008 waren hingegen enttäuschend für Rentenfonds-Investoren.

Im ersten Quartal 2008 verloren die österreichischen Fonds im kapitalgewichteten Durchschnitt rund 4,5%, wobei Rentenfonds annähernd gleich blieben, Aktienfonds knapp 19% und Mischfonds knapp 5% verloren. Auch im zweiten Quartal blieb die Volatilität in den Märkten weiterhin hoch, und die Verunsicherung der Anleger war unverändert zu spüren; Investmentzertifikate wurden weiterhin netto verkauft.

#### 4.2 Investor Investmentfonds

Zwischen 1998 und 2007 hat sich das netto veranlagte Kapital (das heißt exklusive Veranlagungen in inländische Investmentzertifikate) aller österreichischen Investmentfonds (Spezial- und Publikumsfonds) von 54 Mrd EUR auf

das 2,5-Fache erhöht (137 Mrd EUR) und entsprach zum Ultimo 2007 rund 50% des BIP. Im Euroraum-Vergleich liegt Österreichs Fondsindustrie damit über dem Durchschnitt; lediglich Luxemburg, Irland und Frankreich erzielen (ohne Berücksichtigung von Geldmarktfondsanteilen) höhere Anteilswerte (gemessen am BIP).

Ende Juni 2007 betrug der Wert des netto veranlagten Kapitals noch knapp 145 Mrd EUR; danach zeigten die Finanzmarkturbulenzen ihre Auswirkungen auch auf die österreichischen Investmentfonds. Bis Ende März 2008 nahm das veranlagte Kapital um ca. 17,3 Mrd EUR ab und fiel damit unter den Wert zum Ultimo des dritten Quartals 2005.

Der Anteil ausländischer Wertpapiere am Nettobestand der Investmentfonds ist zwischen 1998 und Mitte 2007 kontinuierlich gestiegen (von 42% auf 78%). In den letzten drei Quartalen bis Ende März 2008 hat sich dieser Anteil jedoch leicht auf 75% verringert. Während inländische Rentenwerte Ende 1998 noch fast den doppelten Anteil an ausländischen Rentenpapieren hatten, wiesen sie Ende 2007 nur mehr knapp ein Viertel auf. Ausländische Rentenpapiere beanspruchten Ende 2007 knapp die Hälfte des veranlagten Kapitals; 70% dieser Papiere sind aus dem Euroraum, knapp 50% sind Staatsanleihen, mehr als 80% in Euro denominated.

Inländische börsennotierte Aktien sind im Portefeuille der inländischen Fonds nicht sehr stark gewichtet. In den Jahren 2002 und 2003, als der ATX zu seinem Höhenflug ansetzte, hielten österreichische Fonds 1% ihres veranlagten Kapitals in inländischen

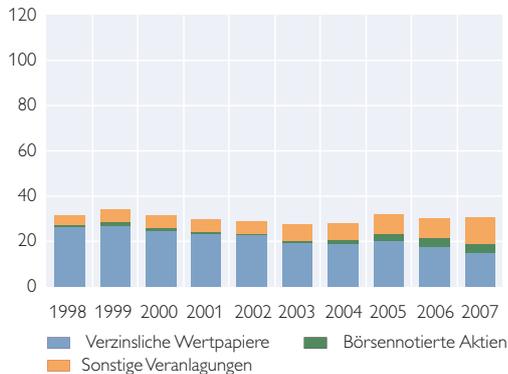
<sup>20</sup> In den Performance-Berechnungen sind Ausschüttungen berücksichtigt, jedoch keine Gebühren, Ausgabeaufschläge oder sonstige Spesen.

Grafik 5

## Entwicklung des netto veranlagten Kapitals inländischer Investmentfonds

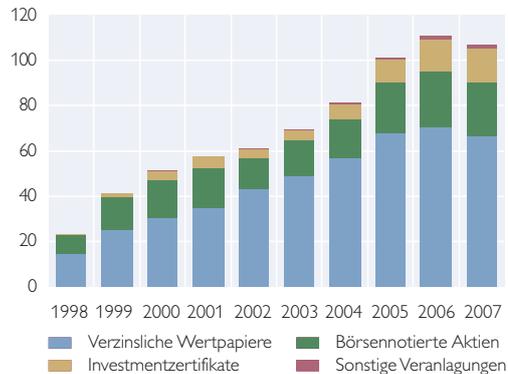
### Investitionen von Investmentfonds im Inland

Marktwert in Mrd EUR



### Investitionen von Investmentfonds im Ausland

Marktwert in Mrd EUR



Quelle: OeNB.

börsennotierten Aktien, das waren rund 5% des gesamten Aktienvolumens der Fonds. Ende 2007 waren dies – insbesondere auch aufgrund von preisbedingten Wertsteigerungen – knapp 3%, das entspricht 14% am gesamten Aktienvolumen der österreichischen Fonds. Österreichische Fonds liegen damit deutlich unter dem Euroraum-Durchschnitt, in Deutschland beispielsweise betrug der Anteil inländischer Aktien Ende 2007 knapp 30% des Aktienvolumens, in Frankreich mehr als die Hälfte. Dies ist natürlich von der Größe des inländischen Aktienmarktes und des gesamten Aktienvolumens der Fonds abhängig. Wird das Volumen inländischer Aktien im Fondsvermögen an der Marktkapitalisierung der inländischen Börse gemessen,<sup>21</sup> liegen die österreichischen Fonds im Euroraum-Durchschnitt. Insgesamt betrug der Aktienanteil österreichischer Fonds zum Ultimo 2007 20% (davon mehr als die Hälfte aus Ländern außerhalb des Euroraums), weitere 6%

waren in ausländische Aktienfonds investiert; mit ihrem Aktienanteil liegen die österreichischen Fonds deutlich unter dem Euroraum-Durchschnitt.<sup>22</sup>

## 5 Schlussfolgerungen

Die Vermögensbestände aus dem Besitz von verzinslichen Wertpapieren und börsennotierten Aktien haben sich in Österreich in den letzten zehn Jahren an den Durchschnitt des Euroraums angenähert. Das relative Wachstum fiel – nicht zuletzt preisbedingt – höher aus als jenes der Anlagen in Form von Einlagen und Krediten. Dies kann als Ausdruck einer laufenden Transformation von einem „bankbasierten“ in Richtung eines „kapitalmarktbasieren“ Systems gesehen werden. Eine wesentliche Kapitaldrehkreise nehmen dabei Investmentfonds ein, die Kapital vor allem von privaten Haushalten und institutionellen Anlegern, wie Versicherungen und kapitalgedeckten Pensionskassen, aufnehmen und vorwiegend in Wertpapiertitel ausländischer Emit-

<sup>21</sup> Eine noch bessere Bezugsgröße wäre der Streubesitz einer Börse; hier fehlen jedoch die Werte für die Euroraum-Börsen.

<sup>22</sup> Nähere Details zu inländischen Investmentfonds im Jahr 2007 sind in „Statistiken – Daten & Analysen Q2/08“ nachzulesen.

tenten investieren. Die österreichische Fondsindustrie lag, gemessen an der Wertschöpfung, deutlich über dem Durchschnitt der Länder des Euro-raums. Der österreichische Aktienmarkt<sup>23</sup> profitierte in den vergangenen zehn Jahren von – im Vergleich zu anderen Börsenplätzen in Europa – überdurchschnittlichen preisbedingten Zunahmen und verzeichnete in den letzten Jahren auch hohe Nettoneu-emissionen. Die Marktkapitalisierung erreichte zum Jahresultimo 2007 ein Niveau, das, bezogen auf das BIP, jenem von Deutschland entsprach. Allerdings ist das umlaufende Volumen auf wenige Emittenten konzentriert, sodass der Börsenabgang der Bank Austria im Mai 2008 deutliche Auswirkungen auf die Daten hat. Nach Berechnungen der OeNB waren zum Jah-

resende 2007 rund 40% der Marktkapitalisierung im Streubesitz, das heißt, nicht im Besitz von Anlegern, die mit ihrem Engagement eine strategische Beteiligung verfolgen. Die Streubesitzanteile sind zu rund zwei Drittel in ausländischer Hand, die wichtigsten inländischen Anlegergruppen sind die privaten Haushalte sowie die inländischen Investmentfonds.

Die aktuellen Finanzmarkturbulenzen bremsen sowohl die Neuveranlagungen österreichischer Anleger als auch die Emissionstätigkeit der Banken und der nichtfinanziellen Unternehmen. Die – meist buchmäßigen – Kursverluste bedeuteten insbesondere bei den Veranlagungen in börsennotierte Aktien eine deutliche Verringerung der marktbewerteten Vermögensbestände inländischer Investoren.

<sup>23</sup> *Marktkapitalisierung aller börsennotierten Aktien inländischer Emittenten.*

### Technische Begriffe

#### Volkswirtschaftliche Sektoren:

- Banken: Monetäre Finanzinstitute (MFI) entsprechend der Definition der EZB; alle anderen Banken zählen zu den sonstigen Finanzinstituten.
- Investmentfonds: nationale Abgrenzung; in dieser Präsentation werden Geldmarktfonds (entsprechend der Definition der EZB) als Investmentfonds betrachtet.
- Versicherungen und Pensionskassen: nichtstaatliche Versicherungen und kapitalgedeckte betriebliche oder überbetriebliche Pensionskassen.
- Sonstige Finanzinstitute: Banken, die keine MFI sind, Finanzholdings, Unternehmen, die Hilfstätigkeiten für Banken oder Versicherungen leisten, finanzielle Mantelgesellschaften, Börsen.
- Nichtfinanzielle Unternehmen: Unternehmen, die als Marktproduzent Waren und nichtfinanzielle Dienste anbieten; dazu zählen auch nichtfinanzielle Beteiligungsholdings (z. B. ÖIAG) sowie vom Staat ausgegliederte Einheiten.
- Haushaltssektor: Private Haushalte, Private Organisationen ohne Erwerbszweck einschließlich Privatstiftungen.
- Private Haushalte: Konsumentenhaushalte, selbstständig Erwerbstätige, Einpersonenernehmen.
- Private Organisationen ohne Erwerbszweck einschließlich Privatstiftungen: Nichtmarktproduzenten im Dienste von Haushalten (z. B. Kirchen, Gewerkschaften) sowie Privatstiftungen gemäß Privatstiftungsgesetz.<sup>1</sup>

#### Wertpapierkategorien:

- Verzinsliche Wertpapiere (= Schuldverschreibungen): Wertpapiere mit einer vertraglich vereinbarten Verzinsung; dazu zählen Geldmarktpapiere, Commercial Papers, Anleihen (einschließlich Anleihen mit eingebetteten Finanzderivaten, wie z. B. Wandelschuldverschreibungen), Pfandbriefe, Asset-backed securities und Garantieranleihen; die Bewertung erfolgt zu Marktwerten (Kurs zum jeweiligen Stichtag) einschließlich aufgelaufener und noch nicht bezahlter Zinsen.
- Börsennotierte Aktien: Aktien eines Unternehmens, das (teilweise) an einer Börse gehandelt wird; dazu zählen Stammaktien, Vorzugsaktien, die auf einen Inhaber lauten (keine Namensaktien); die Bewertung erfolgt zu Marktwerten (Kurs zum jeweiligen Stichtag).
- Streubesitz inländischer börsennotierter Aktien:
  - Streubesitz im Inland: Banken und Versicherungen entsprechend der gemeldeten Daten, gesamtes Aktienportefeuille gehalten von Investmentfonds und Pensionskassen; Privatinvestoren, wenn sie weniger als 5 % an einzelnen Aktien halten, einschließlich Mitarbeiteranteile;
  - Streubesitz im Ausland: Aktienportefeuilles, die nicht als „Direktinvestition“ (unter 10 %) gehalten werden;
  - Streubesitzanteil: Anteil des Streubesitzes am gesamten Aktienvolumen inländischer Emittenten, unabhängig, an welcher Börse die Aktien notieren;
- Investmentzertifikate: Anteile von Fonds, die als Sondervermögen von Kapitalanlagegesellschaften emittiert werden; Klassifizierung der Fondstypen nach dem Veranlagungsschwerpunkt.

<sup>1</sup> Aus analytischer Sicht wurde für die gesamte Beobachtungsperiode von 1998 bis 2007 die ERSTE Privatstiftung zu den institutionellen Anlegern gezählt, obwohl sie eine Privatstiftung gemäß Privatstiftungsgesetz ist.

## Entwicklung des Wertpapiermarktes in Österreich

	1998		2007		Veränderung 1998 bis 2007	
	in Mrd EUR	Anteil in %	in Mrd EUR	Anteil in %	in Mrd EUR	in %
<b>Wertpapierveranlagungen</b>						
Institutionelle Anleger						
Verzinsliche Wertpapiere	121,5	67	267,7	58	146,2	120
Börsennotierte Aktien	14,2	8	85,9	18	71,7	505
Insgesamt	135,7	74	353,6	76	217,9	161
Nichtfinanzielle Anleger						
Verzinsliche Wertpapiere	28,8	16	47,0	10	18,2	63
Börsennotierte Aktien	17,8	10	64,1	14	46,3	260
Insgesamt	46,6	26	111,1	24	64,5	138
Institutionelle und nichtfinanzielle Anleger in Summe						
Verzinsliche Wertpapiere	150,3	82	314,7	68	164,4	109
Börsennotierte Aktien	32,0	18	150,0	32	118,0	369
Insgesamt	182,3	x	464,7	x	282,4	155
<b>Wertpapieremissionen (aushaftendes Volumen)</b>						
Finanzieller Sektor						
Verzinsliche Wertpapiere	83,1	36	231,4	40	148,3	178
Börsennotierte Aktien	10,7	5	64,9	11	54,2	507
Insgesamt	93,8	40	296,3	51	202,5	216
Staat						
Verzinsliche Wertpapiere	102,5	44	153,5	26	51,0	50
Nichtfinanzielle Unternehmen						
Verzinsliche Wertpapiere	12,6	5	31,4	5	18,8	149
Börsennotierte Aktien	24,5	10	103,1	18	78,6	321
Insgesamt	37,1	16	134,5	23	97,4	263
Emittenten in Summe						
Verzinsliche Wertpapiere	198,2	85	416,3	71	218,1	110
Börsennotierte Aktien	35,2	15	168,0	29	132,8	377
Insgesamt	233,4	x	584,3	x	350,9	150
<b>Veranlagungsbestand inländischer Investmentfonds</b>						
Verzinsliche Wertpapiere						
Inländische Emittenten	26,3	48	14,9	11	-11,4	-43
Ausländische Emittenten	14,7	27	66,6	49	51,9	353
Insgesamt	41,0	75	81,5	59	40,5	99
Aktien						
Inländische Emittenten	1,2	2	3,8	3	2,6	217
Ausländische Emittenten	8,2	15	23,7	17	15,5	189
Insgesamt	9,4	17	27,5	20	18,1	193
Ausländische Investmentzertifikate	0,2	0	15,0	11	14,8	7.400
Sonstige Vermögensbestände						
Insgesamt	3,9	7	13,1	10	9,2	236
Insgesamt	54,5	x	137,1	x	82,6	152
<b>Anteilseigner von Zertifikaten inländischer Investmentfonds</b>						
Banken und sonstige Finanzinstitute						
Insgesamt	8,1	15	21,6	16	13,5	167
Versicherungen und Pensionskassen						
Insgesamt	10,9	20	34,1	25	23,2	213
Staat						
Insgesamt	0,4	1	3,2	2	2,8	700
Nichtfinanzielle Unternehmen						
Insgesamt	8,5	16	11,9	9	3,4	40
Haushaltssektor						
Insgesamt	22,0	40	43,8	32	21,8	99
Ausland						
Insgesamt	4,6	8	22,5	16	17,9	389
Insgesamt	54,5	x	137,1	x	82,6	152

Quelle: OeNB.